《对冲基金风云录》作者、"美国第一投资策略师"巴顿·比格斯
世界级短线杀手、投资界传奇人物、对冲基金教父 [illegible]
联袂推荐

对冲基金

顶尖交易人操盘案例

THE INVESTOR' S GUIDE TO HEDGE FUNDS

[美] Eldon C. Mayer Jr
Sam Kirschner
Lee Kessler

全新投资思维，追求绝对报酬



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金

顶尖交易人操盘案例

THE INVESTOR'S GUIDE TO HEDGE FUNDS

[美] 小埃尔登·梅耶 Eldon C. Mayer Jr.
山姆·克西纳 Sam Kirschner
李·凯斯勒 Lee Kessler

中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS
WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金顶尖交易人操盘案例/(美)梅耶,(美)克西纳,(美)凯斯勒著;曹乾,闫巨博,曹蕊等译.
—北京：中国青年出版社，2007
ISBN 978-7-5006-7579-2
Ⅰ.对… Ⅱ.①梅… ②克… ③凯… ④曹… ⑤闫… ⑥曹… Ⅲ.基金—投资—指南
Ⅳ.F830.59-62
中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第110905号

The Investor's Guide to Hedge Funds
Chinese Translation Copyright © 2007 by China Youth Press
Copyright © 2006 by Sam Kirschner, Eldon Mayer,Lee Kessler.
Published by John Wiley & Sons, Inc. , Hoboken, New Jersey.
All Rights Reserved.
This translation published under licence.

对冲基金顶尖交易人操盘案例

作　　者：〔美〕小埃尔登·梅耶　山姆·克西纳　李·凯斯勒
译　　者：曹　乾　闫巨博　曹　蕊
责任编辑：周习华
美术编辑：朱　健
美术总监：夏　蕊
责任监制：于　今
出　　版：中国青年出版社
发　　行：中国青年出版社北京中青文图书有限公司
电　　话：010-65516875/65516873
网　　址：www.antguy.com　www.cyb.com.cn
制　　作：中青文制作中心
印　　刷：北京凌奇印刷有限责任公司
版　　次：2007年10月第1版
印　　次：2007年10月第1次印刷
开　　本：710×1060　1/16
字　　数：258千字
印　　张：18
京权图字：01-2007-3408
书　　号：ISBN　978-7-5006-7579-2
定　　价：46.00元

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动，敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者重奖。
举报电话：
北京市版权局版权执法处
010-64081804
中国青年出版社
010-65516875
010-65516873

中青版图书，版权所有，盗版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给伟大的前人们，

他们包括阿尔弗雷德·维斯洛·琼斯、朱利安·罗伯逊、

乔治·索罗斯和迈克尔·斯坦哈特。

正是站在这些巨人的肩膀上，

我们才能看得更远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
CONTENTS

序言
Foreword 7

第1章 对冲基金概况
The Case for Hedge Funds 9

第2章 方向性策略:股票多头/空头
The Directional Strategies:Equity Long/Short 33

第3章 方向性策略:管理期货
The Directional Strategies:Managed Futures 55

第4章 方向性策略:全球宏观
The Directional Strategies:Global Macro 75

第5章 事件驱动策略:兼并套利以及特殊境况投资
The Event-Driven Strategies:Merger Arbitrage,Special Situations 93

第6章 事件驱动策略:困境证券
The Event-Driven Strategies:Distressed Securities 111

第7章 相对价值套利策略:股票市场中立
The Relative Value Arbitrage Strategies:Equity Market Neutral 129

第8章 可转换套利
Convertible Arbitrage 149

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

第9章 固定收益套利 Fixed Income Arbitrage 171

第10章 最新的策略 The Newer Strategies 191

第11章 寻找α The Search for Alpha 205

第12章 对冲基金的基金 Funds of Hedge Funds 219

第13章 尽职调查的最佳行为 Due Diligence Best Practices 239

第14章 结语:对冲基金的前景 Epilogue: What's Ahead for Hedge Funds 269

附录A 受访者名录 Directory of Interviewees 279

附录B 定性的尽职记分卡 Qualitative Due Diligence Scorecard 280

附录C 定量的尽职记分卡 Quantitative Due Diligence Scorecard 282

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言

无需哪位伟大的预言天才来专门预测，我们都能预料到：不论下一次衰退发生在何时，对冲基金和对冲基金的基金都将会超过共同基金和股票投资组合。这在过去的两次衰退中已经得到了验证。简单说一句，对冲基金的业绩超越股票是因为其并没有遭遇熊市中剧烈的波动。正如本书所清晰表明的，对冲基金绝大多数的投资策略都是为了抵消或隔离市场的相关性，其绝对回报委托表明它们的基准点是0。如果股指下跌20%，对冲基金只是下跌了两个百分点，投资者依旧不会太满意的。

通过本书的开篇你会了解到，超过8000只对冲基金在全球管理着远远超过1万亿美元的资产，而且这些资产正在以两位数的速度增长。取得如此惊人增长的原因是什么呢？最为关键的因素就在于其较高的投资回报。试想，如果只是简单地投资于股票、债券或者共同基金，机构投资者和高收入投资者也能获得同样的回报，他们还会选择深受高费用率、不易寻找和估值等问题困扰的对冲基金吗？答案当然是否定的。正是由于对冲基金经风险调整的回报率如此明显地高于其他投资品种，才使得老到的投资者认为这方面的投资值得一试。

本书对共同基金有很好的研究和分析，每一章都对如何获得高的风险调整回报进行了探讨。作者通过翔实的数据和缜密的分析支持了他们的观点，他们论述了哪些策略适用于熊市(基金的基金、市场中性)，哪些策略适用于牛市(股票多头/空头)。作者对那些年轻有为的对冲基金经理进行了开诚布公的访谈，通过访谈，作者洞悉了他们投资的真知灼见，并将这些与每一种策略的探讨结合在一起。总之，作者在书中揭示了每一种投资策略的优势和劣势，从而使读者可以根据自身的收益目标和风险承受能力来选择不同的基金。

本书以及其他一些最新的研究都表明，在那些最老到的市场参与者中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择对冲基金和另类投资的比例确确实实在增长。事实上，现在有一些超大型的捐赠基金和家族账房在另类投资方面的份额已经超过了股票或债券！原因很简单，本书作者表述得也很清楚：在传统资产的投资组合中引入对冲基金将会降低最终组合的波动性，同时提高其夏普比率。理性投资者看到他人获得其中的好处之后，就会对自己的投资组合进行同样的处理。

对对冲基金较典型的批评就是其缺乏流动性，杠杆水平太高，而且受制于一系列不确定的市场风险和特定风险(比如欺骗行为)。我当然也赞同这些观点，但是这些观点同样也适用于房地产市场，此外，房屋还会受到白蚁、龙卷风、飓风和洪水的威胁。德克萨斯的居民都知道房子的价值会涨，当然也会跌，但没有一个普通的美国公民有能力或有足够的智慧来确认房地产的风险。

对冲基金相对于房地产、共同基金和股票，带来了不同类别的风险和收益，这样有意投资于对冲基金的投资者就不妨花费一些时间来研读本书。本书准确地描述了顶尖专家如何评估潜在的风险、如何实施尽职调查、如何在投资后监督管理者。总而言之，如果你要在投资组合中成功地引入收益颇丰的对冲基金，本书可以为你提供必要的知识及帮助。

——约翰·莫登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

对冲基金概况

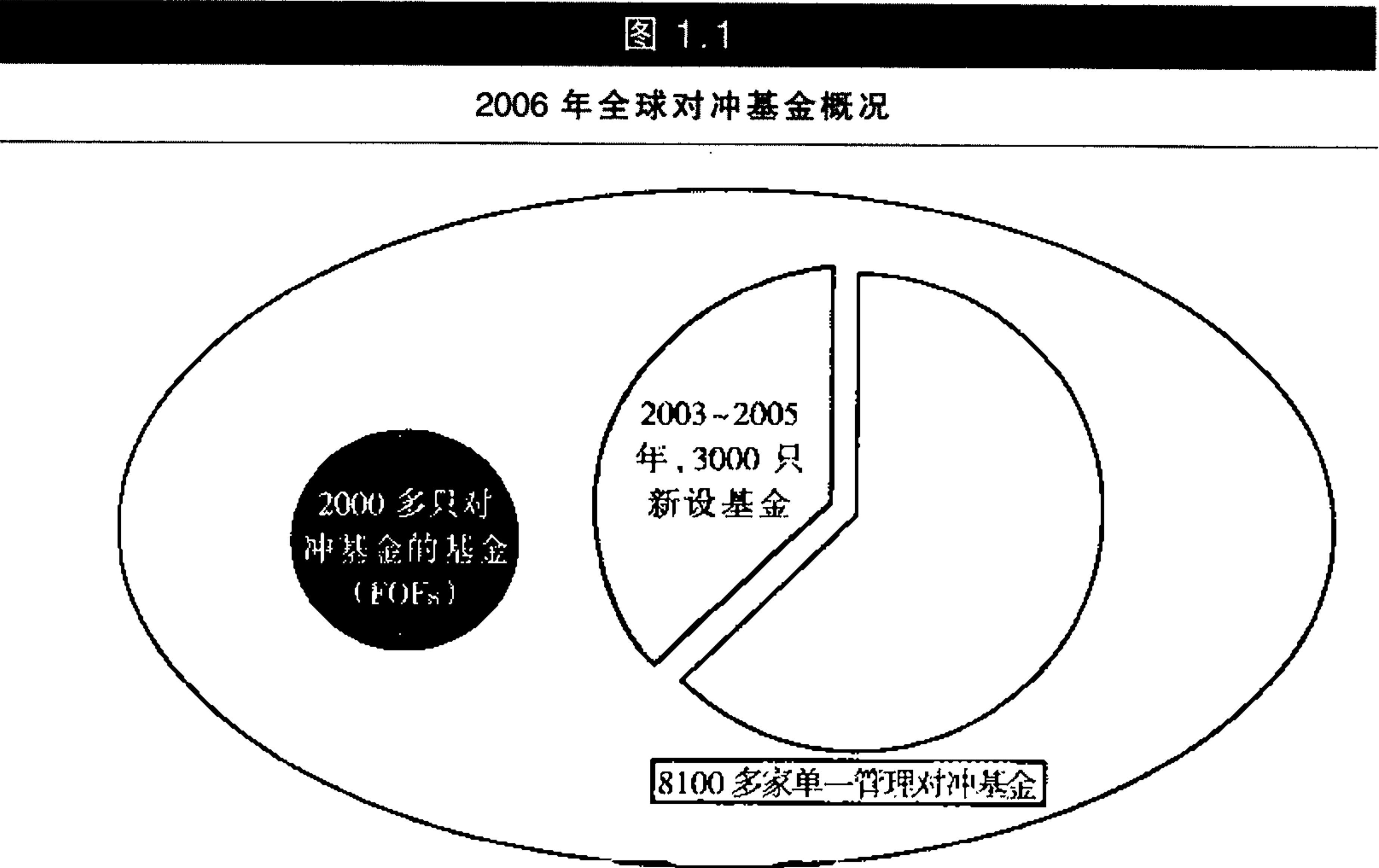
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随便翻开一份报纸或杂志，对冲基金肯定是财经记者们重点关注的不二之选。它们无处不在——对它们的评价也是褒贬不一，好的、坏的、褒扬的、憎恶的全都有。为什么它们会如此吸引眼球呢？因为对冲基金和对冲基金的基金（FOFs）正经历着爆炸式的资产增长，对冲基金研究机构（以下简称HFRI）的数据表明，在过去的15年中，它们的年均增长率超过了20%。仅仅在刚过去的这3年里，其管理的资产（AUM）就已经翻番，从约6000亿美元增加到1.14万亿到1.35万亿美元。12家全球主流数据库中的至少1家显示，到2005年底，对冲基金大约有8100只，对冲基金的基金超过2000只。

图1.1显示了单一管理对冲基金和对冲基金的基金的数目，图中还包括了2003~2005年新设基金的数目。

图 1.1

2006年全球对冲基金概况



资料来源：金融方案公司，HFRI，Mayer & Hoffman，2005.12.31。

尽管是最受非议的资产种类（本章稍后有详细介绍），对冲基金还是成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了资产管理行业中一个非常重要的部分，其增长大大快于共同基金或传统未对冲独立管理帐户。对冲基金还创造了新的投资策略，对传统的资产配置模型进行了重新诠释，并带来了许多更为有效的风险管理技术。

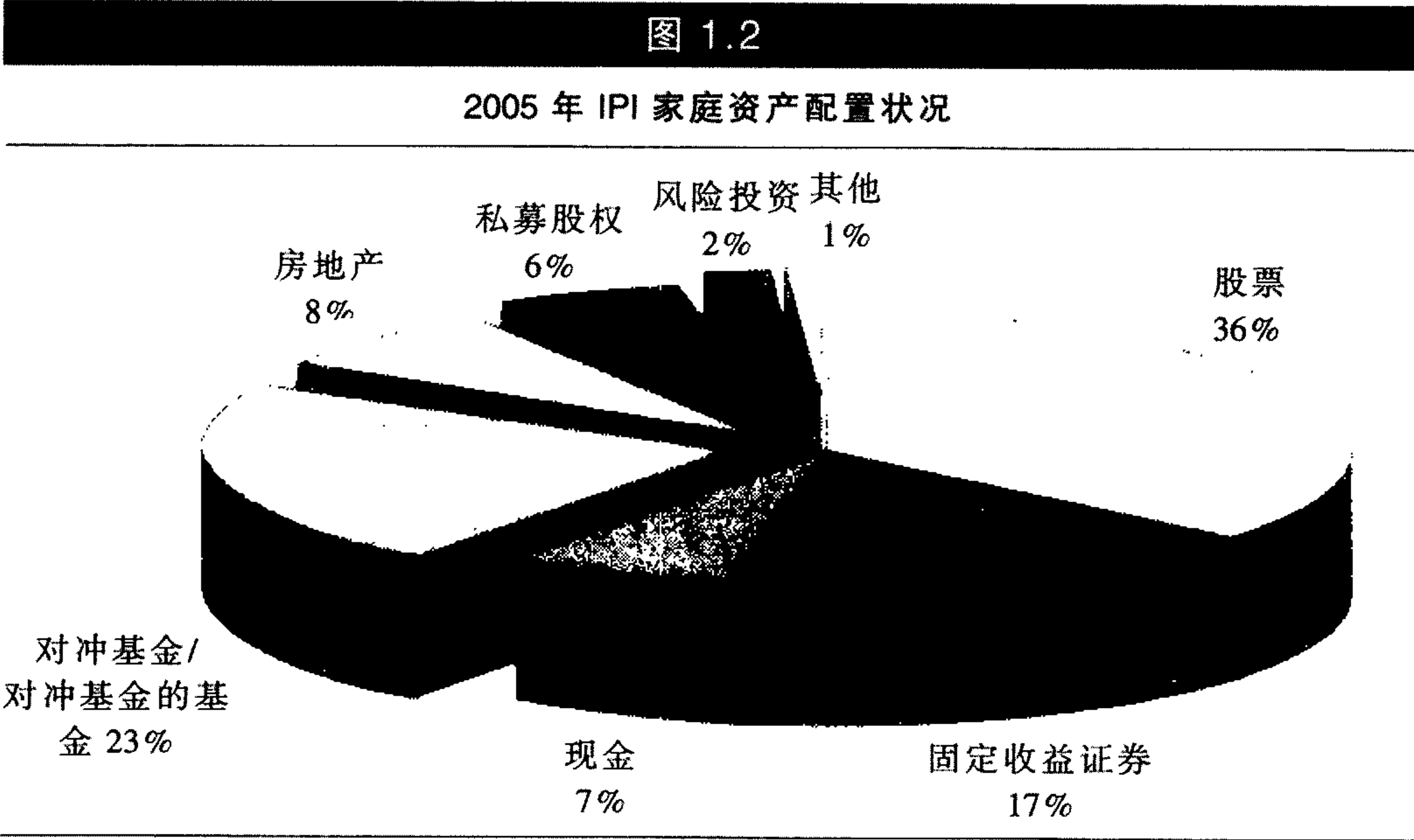
也许最为重要的是，稳固的对冲基金模式已经带来人才的流动——从学术界、传统资产管理公司、共同基金、投资银行，甚至律师事务所和会计师事务所流向对冲基金，每位人力资源总监都要承受这种人才的外流。到底是什么驱使他们离开呢?很简单，对冲基金行业能为他们带来丰厚的管理费和利润提成。人才的流动也许比任何别的什么因素更能解释对冲基金取得的骄人业绩。

投资者群体

最早接受对冲基金和对冲基金的基金的是那些净收入较高的投资者和家族账房。过半的投资资金来源于“精明投资”，尽管他们的步伐慢于那些机构。我们可以参考一些投资者数据库的资料，比如私人投资者机构(以下简称IPI)每年都会公布它的成员名单及状况，这些成员代表着美国最富有的300个家庭。图1.2就显示了2005年公布的一些情况。

图 1.2

2005 年 IPI 家庭资产配置状况



资料来源：2005 年家庭投资行为跟踪，IPI。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两点值得关注。第一，这些家庭在另类投资方面大约有40%的份额，已经超过了股票所占的份额。之所以称为另类投资，是因为它们为投资者提供不同于股票和债券这些传统投资的另类产品，包括对冲基金、对冲基金的基金、私募股权、风险投资和房地产。第二，和我们通常的观点不同，富有家庭并没有重点投资在固定收益证券方面，他们对对冲基金和对冲基金的基金的投资共占了23%，而固定收益证券只占了17%。这可能表明相对于低收益的固定收益证券，老到的投资者认为对冲基金还是比较有吸引力的（请看图1.2）。

大多数富有的投资者在对冲基金方面的投资比例还是远远低于图1.2所示水平的，也同样低于那些资产配置专家所建议的比例，他们劝说投资者在投资组合中分配给另类投资的份额应该达到20%~30%。可以预测，在未来几年中富有的投资者将会继续增加他们在对冲基金方面的投资。

仅仅在10年之前，大部分的对冲基金还是集中于富有的投资者，但现在这种情形已经改变了。比如根据2005年全美高等学校经营者协会（National Association of College and University Business Officers，NACUBO）校产基金的数据，最近几年大学的校产基金在对冲基金上的投资增加了大约1倍，在总资产中的比例差不多达到了17%。

公司养老基金和公共养老基金也已经开始了在对冲基金方面的投资，但相比之下，他们投资的过程更为循序渐进。他们典型的做法就是在最初阶段谨慎地试水，每年都跟随在大机构后面进行投资。美国最大的公共养老基金——加利福尼亚公共雇员退休金（CalPERS）在2004年宣称，其有意向新兴基金和对冲基金的基金进行30亿美元的委托，这样就使得其在对冲基金方面的资金配置增加1倍。目前全部养老基金的对冲基金投资是900亿美元，但这仅仅是总资产的1.6%。

当然，也有一些早期的投资者意识到了对冲基金可能带来的提高收益和降低风险的好处。有两个案例值得一提。15年前，纸类产品和木材生产商Weyerhaeuser公司的养老金管理人做出了一个备受质疑，但如今看来确实高人一等的决定，即把公司的养老金全部投资于另类投资产品，现在他们在对冲基金方面的份额仍占到了39%。

另外一个关于现代投资组合构建以及另类投资强势配置的案例是耶鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大学150亿美元校产基金的出色表现，它给人留下的印象更为深刻。过去的20年，在优秀的基金管理人大卫·斯文森(David Swensen)的领导下，耶鲁校产基金取得了优于其他任何美国校产基金的业绩，在过去的20年和10年间，其年均收益率分别达到了16.1%和17.3%。你也许会问了，这么好的业绩是怎样取得的呢？是这样的，斯文森在他的组合中赋予了另类投资相当高的比重，尤其是特别关注那些相对较小和不易被发现的对冲基金。在2005年6月30日该财年结束时，斯文森将总资产中另类投资的比重提高到了70%，所有资产种类中比例最大的就是对冲基金，达到了25%。像这样成功的投资故事，推动了机构投资者加速进入对冲基金的进程。当然，2000~2002年股市下挫带来了大量的资本损失，这也刺激了许多机构投资者去寻找一种能更为有效地抵抗下跌的方法并以此来构建投资组合。

最近，伴随着一些个人和富有的家庭在对冲基金配置上的持续增长，机构资金也加速流向对冲基金行业，并且成为新资本的最主要来源。很明显，对冲基金的基金成为了这种流入的最大受益者。有人统计过，对冲基金的基金管理的资产已经从6510亿美元增加到了7000亿美元。对冲基金的基金兴起的原因就在于大多数的机构投资者并没有自己的对冲基金研究人员，这样他们就无法来寻找、选择、履行单一管理人的尽职调查，从而最终无法在选择基金后有效地监督这些基金。所以机构投资者就要聘请咨询顾问这样的中介机构来协助他们雇佣对冲基金的基金的管理人或者直接帮助他们投资，当然后者更少见一些。这样，机构投资者和他们的顾问就依赖于对冲基金的基金，而对冲基金的基金的投资团队得到了扩大和发展，更有利于对专业管理人的选择和尽职调查能力的提高。

2002年以来，一些像摩根斯坦利资本国际指数(以下简称MSCI)和标准·普尔指数这样的投资型指数的发展，也推动了机构对对冲基金的投资。这些产品(我们将会在第12章进行详细描述)提供了更大的市场容量、更好的透明度和风险控制，也更具流动性，而这些恰恰迎合了许多机构投资者的需求。

当然任何事情都是相对的，机构投资者也许会在两个方面给对冲基金带来一个显著的、稳定的甚至是负面的影响。第一个方面，有些对冲基金的规模已经相当大，这样他们的规模就可能会影响其自身的机动性，从而影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的业绩。2005年底的时候，全球有超过250只对冲基金管理的资产都在10亿美元之上。

第二个方面，对冲基金和对冲基金的基金也许都乐意于减少风险水平。为了争取那些新兴的以及总体上较为保守的投资者，许多基金都有意地降低了波动性。这样，如果到了某个程度，机构投资者也许会做过头，或者至少减少那些能带来丰厚收益的对冲基金（因为其风险可能更大一些）。

坦率地讲，机构投资者无疑会给所投资基金施加压力，促进其风险控制和风险管理流程的改善；更进一步，这也会有利于对冲基金透明度的增加，并揭开他们长期以来神秘的面纱。另外，美国联邦证券与交易委员会（以下简称SEC）2006年开始实施的核准要求也将有助于对冲基金行业的规范。综合这些因素，对冲基金行业已经摩拳擦掌，准备好与传统投资工具争夺一杯羹了。

但是，尽管已经制度化，而且每年都有大量的资金涌向这个行业，对冲基金仍然备受争议。这些争议一直持续着，并且还比较普遍，本章就着重考察其中的三个主要方面：(1)对冲基金和对冲基金的基金与其他资产种类的相关性；(2)分散化、多样化的好处；(3)投资对冲基金的风险，包括对刚过去的这几次基金萎靡情形的一个扼要概括。阅读完本章，读者将会对支持和反对对冲基金的纷繁状况有一个更深入的理解。

对冲基金的表现：事实还是神话

对冲基金的业绩表现

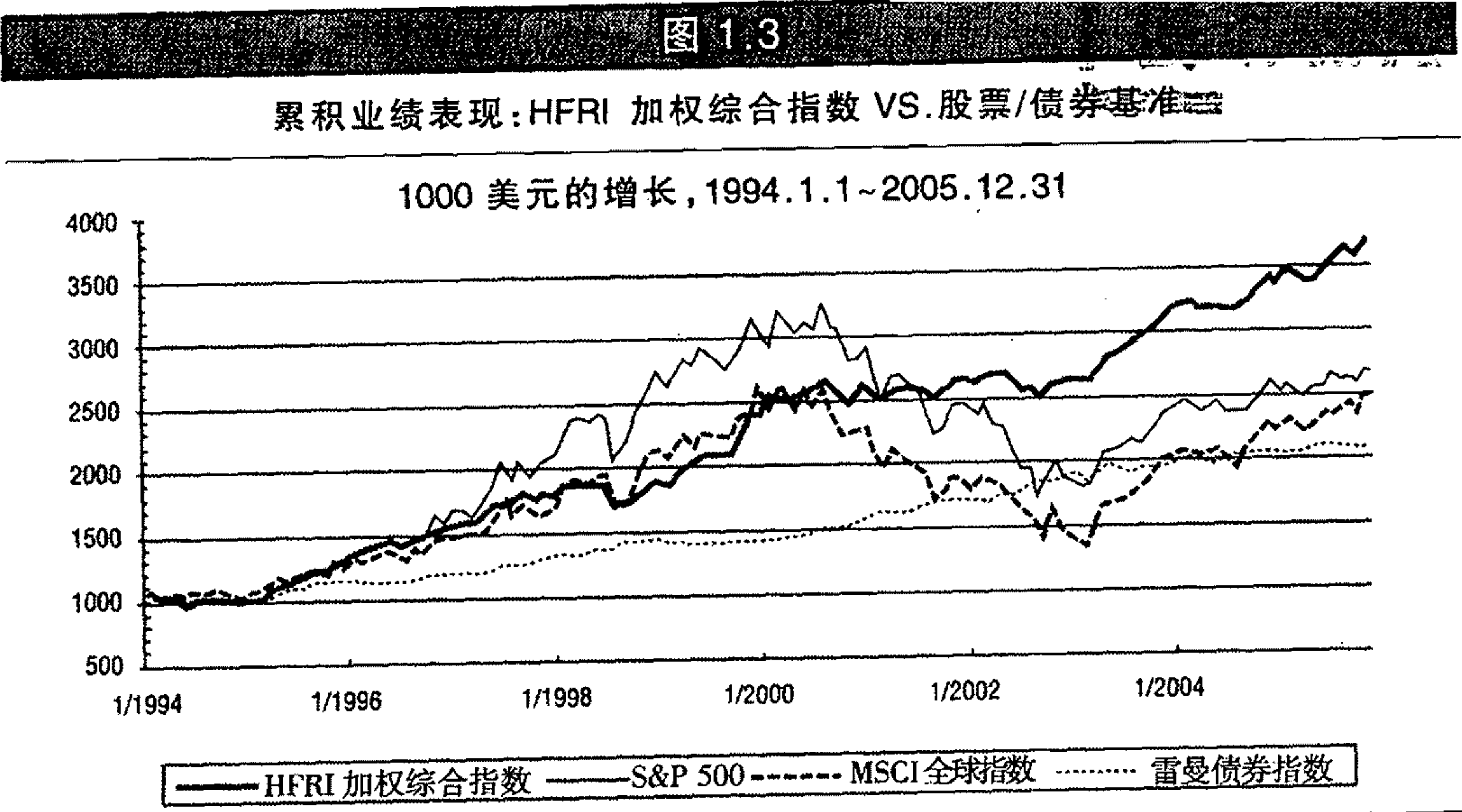
对冲基金在未成为华尔街宠儿之前，其增长是严格受自身业绩影响的。传统的股票和债券投资要获得良好收益，一般都需要有利的市场环境，对冲基金从这些传统的投资产品分离出来之后，就为投资者提供了新的选择。事实上，在相当长的时间内，对冲基金都是非常引人注目的。图1.3就显示了1994~2005年HFRI加权综合指数与股票和债券分别的累积业绩表现，其中HFRI加权综合指数赋予了HFRI数据库所有的基金相同的加权基准。图表清楚地表明，在过去的12年里HFRI指数的表现远优于国内和全球的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票和债券。

图 1.3

累积业绩表现:HFRI 加权综合指数 VS.股票/债券基准



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

我们将对 1994~2005 年对冲基金的表现进行进一步的分析，为的是能够找出各种不同的投资策略是如何削弱或隔断该时间段代表的市场周期的。表 1.1 综合了我们研究的成果，其中包括 1994~2005 年的年收益率、标准差、夏普比率、大部分对冲基金策略的相关性、HFRI 加权综合指数、标准·普尔 500 指数、雷曼政府/高信用债券指数和 MSCI 全球指数。在详尽审阅这些结果之前，让我们先了解两个关键的数据统计指标：标准差和夏普比率。标准差被广泛用于描述回报的波动率，用来简单地度量任何一个数据与其平均价值的离散度。在度量业绩表现方面，标准差越大，偏离平均值的离散程度越大，这种基金就带有较高的波动性或者说具有较高的风险。

夏普比率是以诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普（William Sharpe）的名字命名的，被广泛地用于测度经风险调整的回报率，其计算公式如下：

$$S(x)=(r_x-R_f)/\sigma(x)$$

其中，$S(x)$表示基金 x 的夏普比率，r_x 表示基金 x 的回报率，R_f 表示无风险收益率，$\sigma(x)$表示基金 x 的的标准差。

这个计算公式能够测度基金 x 收益的上下波动，反映了单位风险基金收益率超过无风险金融资产收益率（比如短期国库券）的程度。对于一个给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的资产，其夏普比率越高，我们就可以说它的风险调整回报率越高。

表 1.1 对冲基金策略、业绩表现及其与股票和债券的相关性(1994~2005 年)

业绩表现：对冲基金策略和传统金融资产(1994.1.1~2005.12.31)

	年收益率	标准差	夏普比率	与标准·普尔500指数的相关系数	与雷曼政府/高信用债券指数的相关系数
HFRI 可转换套利指数	9.07%	3.70%	1.39	0.28	0.16
HFRI 困境证券指数	12.17%	5.40%	1.53	0.47	0.01
HFRI 股票对冲指数	14.48%	8.97%	1.18	0.69	-0.01
HFRI 股市中性指数	7.99%	3.10%	1.31	0.15	0.19
HFRI 事件驱动指数	13.35%	6.42%	1.47	0.67	0.01
HFRI 固定收入：套利指数	5.96%	3.86%	0.53	-0.12	-0.08
HFRI 基金加权指数	11.56%	7.05%	1.08	0.72	0.00
HFRI FOFs 综合指数	7.46%	5.82%	0.61	0.53	0.06
HFRI 宏观指数	10.14%	7.24%	0.86	0.39	0.32
HFRI 沽空指数	0.99%	21.42%	-0.14	-0.69	0.05
国际证券和衍生产品市场中心商品交易顾问(CISDM CTA)资产加权指数	8.01%	8.54%	0.48	-0.08	0.34
雷曼政府/高信用债券指数	6.35%	4.50%	0.54	0.01	1.00
MSCI 全球指数—净值	7.95%	13.83%	0.29	0.94	-0.05
标准·普尔 500 指数	8.55%	14.73%	0.31	1.00	0.01

来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

我们进一步观察表 1.1。在绝对回报基点方面，基金加权指数非常明显地优于股票和债券，基金加权指数的年回报率为 11.56%，而标准·普尔 500、MSCI 全球指数和债券的年回报率分别为 8.55%、7.95%和 6.35%。基金加权指数的标准差大约为 7%，是股票的 2 倍，当然这个数值要高于债券。这段时期内我们选用的无风险利率是 3.93%。

这样，夏普比率就很清晰地揭示了对冲基金非常显著的优势：对冲基金的夏普比率是 1.08，是股票的 4 倍，债券的 2 倍。投资组合或资产在同等收益水平下风险最小、在同等风险水平下收益最大的集合被称为有效边界，我们这项研究很清楚地显示，对冲基金位于这个有效边界弧形曲线的西北方(即左上角)。本书第 13 章会利用其他统计工具，对对冲基金业绩测量方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

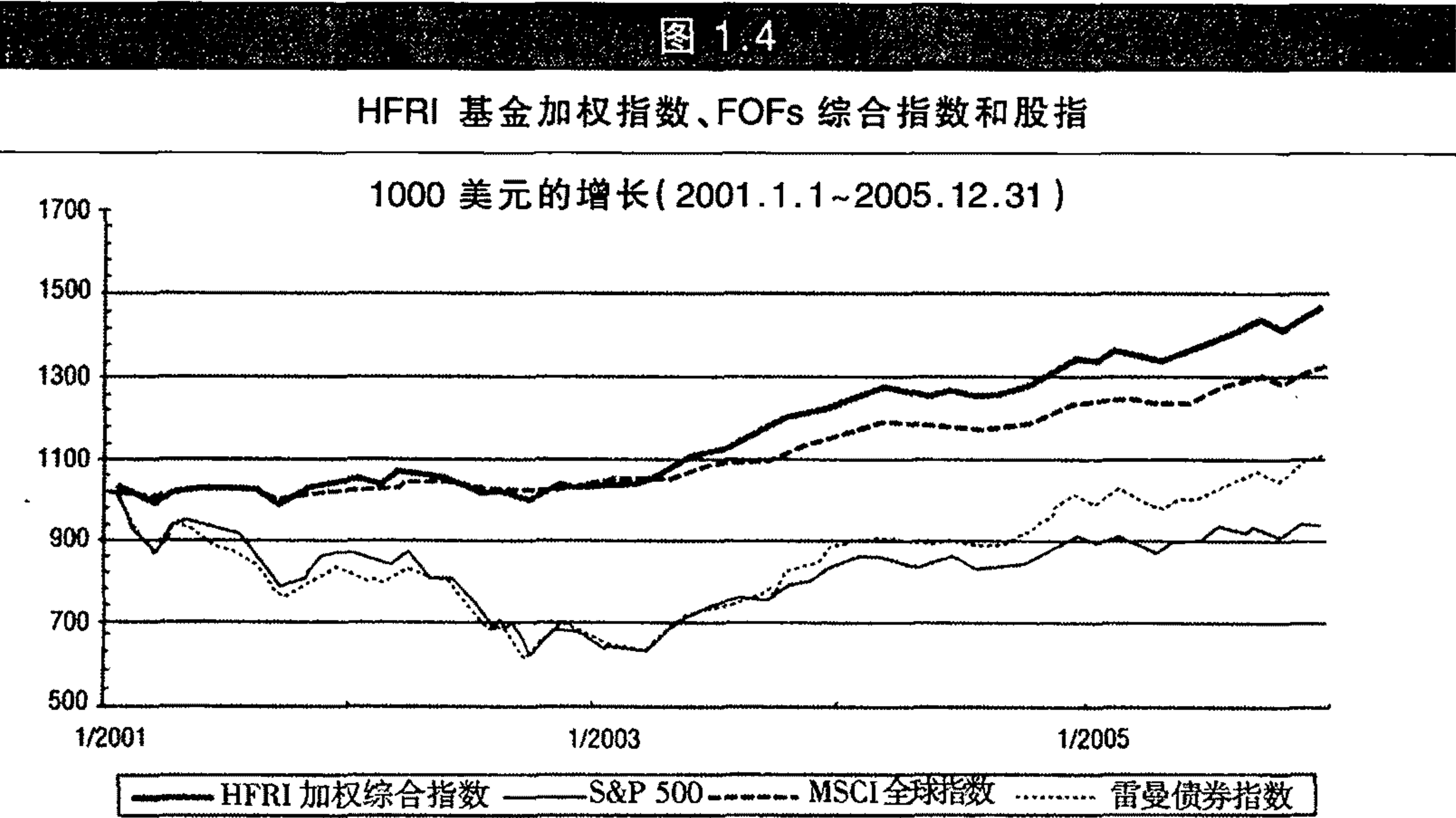
进行更多的讨论和定量分析，读者可以参阅。

表 1.1 还显示了对冲基金不同策略与债券、股票指数相关系数的信息。注意，这并不是说对冲基金策略不会与债券有较强的相关性，或者说有一些对冲基金策略与股票指数有较强的相关性，而另一些则没有。这就说明，在股市向好的情况下，对冲基金总体上趋向于表现更为出色，最主要的原因就是对冲基金最主要的投资策略——股票多头/空头和事件驱动——与股票市场具有较强的相关性。此外，持有股票而不是沽空股票会更容易获利，这种观点目前已被广泛认可。我们只需看看过去 12 年这种现象的广泛存在即可理解：偏好空头的对冲基金的业绩是最为糟糕的，其年均回报率只有可怜的 1%。

那么相对于股票，最近对冲基金的表现如何呢？标准·普尔指数从 2000 年的最高点跌至 2002 年的谷底，下挫 38 个百分点，而对冲基金却成为资本的避风港。请看图 1.4，最近 5 年里，标准·普尔 500 轻微下跌了，MSCI 全球指数总体上来说增长了 10%；而对冲基金平均来说获得了将近 50% 的增长，对冲基金的基金平均上涨了 30% 多。很明显，对冲基金是该时期表现最好的资产。另外，标准·普尔 500 早在 2000 年就达到了历史最高水平，而对冲基金指数却一直以非常快的速度不断地刷新历史新高。

图 1.4

HFRI 基金加权指数、FOFs 综合指数和股指



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在表 1.3 中,我们将进一步考察最近的市场周期,但是我们只能说股票市场投资者要想赶上对冲基金上的竞争者还需要相当长的时间。目前,股息收益率正处于历史较低水平,即使像杰力米·希杰尔(Jeremy Siegel)这样著名的看多者也预计在未来 10 年里,标准·普尔总体回报率可能只能达到6%~7%。价值型投资者,像享有崇高声誉的杰力米·格兰森(Jeremy Grantham),也并不十分乐观,他们认为当前的市场相对于历史标准仍然被高估了。时间将会告诉我们未来对冲基金的回报率会达到多少,但如果历史表现是一个可参考的指引的话,在绝大多数情形下,对冲基金的回报率至少会同股票回报率的表现类似。当然,正是这种相关联的表现继续吸引着投资者进行对冲基金的投资。如果股市表现疲软,那么对冲基金有利的相关性给其带来好处,就很有可能会像我们在 2001~2002 年所观察到的那样;而如果是个奔腾的牛市,对冲基金就极有可能像 2003 年表现得那样滞后于股市了。

幸存者偏差、淘汰率和回填偏差

当然并非人人都认为对冲基金在绝对回报率或是经风险调整的回报率方面超过了股票。对对冲基金业绩表现准确性的质疑主要来自三个方面:基金的幸存者偏差(Survivor Bias)、淘汰率(Attrition Rates)和回填偏差(Backfill Bias)。我们将对这三种观点分别进行讨论,当然只有在这些看法经受了严谨充分的学术分析后,我们才能得出探讨性的结论。

幸存者偏差。对于是否存在对冲基金的业绩高估问题,莫克尔(Malkie)和萨哈(Saha)的研究表明,如果考虑到幸存者偏差的因素,对冲基金的业绩确实被高估了。在统计基金历史业绩时,如果假设业绩差的基金因为优胜劣汰的原因已经出局,它们要么不再进行报告,要么已经终止关闭,剩下来的都是业绩好的基金,那么统计现存的基金,实际上高估了基金整体的历史业绩,同时可能低估了风险/标准差,这就是幸存者偏差。除非在计算基金历史业绩时把终止关闭的那些基金也考虑进去,否则就可能在不经意间产生幸存者偏差的问题,造成业绩的夸大。

共同基金的幸存者偏差问题容易解决,因为我们可以得到所有基金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息，相比之下，对冲基金就不必公开披露他们的数据，因而对冲基金的幸存者偏差就比较难估算了。例如，莫克尔的研究发现，1996~2003 年共同基金的年幸存者偏差率为 1.23%。另外，基金终止也不都是因为糟糕的业绩。众所周知，一些大型的、取得较大成功的基金一旦达到他们的资产目标，就不再对外披露他们的数据。史蒂文·科恩（Steve Cohen）的 SAC 基金就是这样子，其他一些基金，像杰夫·威尼科（Jeff Vinink）的麦哲伦基金和迈克尔·戈登（Michael Gordon）的富达投资基金也都关闭终止了，但并不是由于业绩较差。事实上，在四年多的时间里取得约 50%的丰厚年收益率后，这些基金经理人就返还了所有外部投资者的资金并关闭了基金，这样他们就可以自己经营管理。鉴于幸存者偏差中这两种竞争性的因素，即基金的终止一方面可能是因为业绩差，另一方面又可能是由于业绩较出色，一些研究就发现幸存者偏差对对冲基金总体业绩的评估并没有影响。

在 1994 年之前，幸存者偏差在计算对冲基金业绩时的影响更大一些。这是因为那时许多对冲基金不向任何数据库报告它们的数据，当他们终止关闭时，根本就没有人知道。所以在一些大型数据库出现之前，我们可能无法准确地掌握对冲基金的真实回报率。但即使是最大、最可靠的数据库之一的 HFRI 也面临这个问题，在 1994 年之前这个数据库也不包含终止基金的数据。从 1994 年开始，HFRI 在它的指数中就包括了终止和活跃基金，这样我们可以大体推测认为，它的数据已经不存在幸存者偏差的问题了。鉴于此，在本书中，我们没有采用 HFRI 1994 年之前的数据。

淘汰率。使幸存者偏差的计算复杂化的原因就在于对冲基金的淘汰率，这个数据有较多的困惑之处。而共同基金基本不存在这个问题，关于共同基金淘汰率的研究探讨也较多。比如说，1996~2003 年间共同基金的年淘汰率是 3.85%~8.20%。在莫克尔和萨哈的研究中，2000~2003 年共同基金的淘汰率大约是 8%，根据这个数据，他们很容易地计算出共同基金的幸存者偏差率是 1.23%。但是，对冲基金淘汰率的估算就要依赖于研究所选取的时期段、数据库以及所研究对冲基金的投资策略。梁（Liang）选取 TASS 数据库中的样本，发现对冲基金的淘汰率从 1994~1998 年的 8.3%增加到了 1994~2003 年的 12%多。其他一些关于淘汰率的研究发现，大约有 30%的新设对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金存活不超过3年，当然也有另外的研究发现，40%的对冲基金存活不会超过48个月。

盖特曼斯基（Getmansky）、劳（Lo）和梅（Mei）做了一个较新的、综合的对冲基金的文献回顾，他们选取TASS数据库中1765个基金样本，发现1994~2004年的年淘汰率为8.8%，这个数字非常接近早先研究得出的8.3%~8.6%的结论，而正如前文所述，早先的这个研究是依赖于其所选的数据库和时间段的。作者同时还注意到，不同对冲基金策略下淘汰率的离散程度较大，可转换套利策略和对冲基金的基金的淘汰率分别为5.2%和6.9%，而全球宏观和管理期贸的淘汰率则分别是12.6%和14.4%。

那么淘汰率对幸存者偏差和报告的业绩有什么样的影响呢？阿克曼恩（Ackermann）等的研究表明淘汰率对幸存者偏差并没有什么影响，但2000年之后一些研究得出的结论是：对于最大的数据库来说，对冲基金数据中的幸存者偏差对年收益率有2~3%的影响，比如，前文提到的梁估算出的数值是2%，方（Fung）和海斯（Hsieh）利用TASS数据库得到的数值是3%。马萨诸萨大学艾森伯格管理学院国际证券和衍生产品市场中心（以下简称CISDM）汤玛斯·斯科尼维斯（Thomas Schneeweis）博士和他的同事回顾了幸存者偏差方面的文献，并在这方面进行了一系列的研究。他们得出了四个主要结论：

1. 对于不同的数据库，幸存者偏差率的范围是2~3%；

2. 存在幸存者偏差的主要是小型对冲基金，主要原因在于他们易出现融资和/或经营问题；

3. 对于每一只基金都赋予相同权数的数据库（比如Hedgefund.com和HFRI），由于它们包括一些小型基金，可能会带来较高的幸存者偏差率，因为基金越小，其失败率就越高；

4. 正如阿克曼恩指出的那样，糟糕业绩导致的基金关闭与优良业绩带来自我选择终止的这两个因素会相互抵消。比如，斯科尼维斯的同事麦肯（Mackey）发现，终止报告的那些基金中有相当大的比例在它们报告期的最后12个月、9个月和3个月内保持着正的回报率。

至此，我们基本上可以有把握地说，对冲基金的幸存者偏差率大概在2%~3%，而且随着时间的推移和数据库的完善改进，这个数值肯定会下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于共同基金和对冲基金淘汰率之间的差异并不那么显著和重要，所以两种基金在幸存者偏差上的差异并不会像以前所认为的那样大。共同基金在2000~2003年的年均淘汰率是7.89%，而根据前面提到的研究，对冲基金的淘汰率平均为8.8%。

回填偏差。关于对冲基金业绩方面质疑的第三点是数据库中的回填偏差。对回填偏差的批评主要在于，在基金设立的几个月甚至几年后，数据库才把这些基金业绩方面的数据添加到他们的数据清单中，这样回填的数据就产生了两个问题：第一，那些自我报告并在设立1年或2年后加入数据库的基金一般表现良好，而那些业绩糟糕的基金想必不会自己加入数据库；第二，涉及的是个更严重的问题，这个问题曾经影响了全球最大和最被信赖的数据库之一的投资型避险基金指数（CSFB-Tremont），也就是以前的CSFB-TASS。

在获得了TASS数据库之后，CSFB数据库于1999年成立。研究者指出，这项交易导致了一个明显的问题——“连续历史偏差”，CSFB不得不选择并回填在TASS数据库中缺失的那些基金的数据。既然CSFB数据库包含了终止和存活下来的基金，那么这个数据来源应该是可信赖的。

我们一一澄清了有关对冲基金的三种质疑，现在来看福布斯网站上的一篇文笔苛刻的文章，题目叫“世界上最低劣的表现”，作者得出的结论是：如果考虑到幸存者偏差和其他一些因素，那么对冲基金在1996~2002年的实际回报率可能接近于零。我们该怎样看待这种批评呢？

事实上福布斯上这篇文章仅仅是依赖于Posthuma和Van der Sluis未公开发表的一篇论文。但是，他们的结论与其他研究有很大的不同，其他研究对于特定时间段的分析结果表明，对冲基金的年收益率在8~10%的水平。比如，HFRI数据库表明在1996~2002年对冲基金的年均收益率约为8.5%，前面我们也提到，自1994年以来，HFRI数据库中就包含了终止和存活下来的基金，这样存在的幸存者偏差就十分有限。

这篇文章另外一个缺陷就在于，他们的结论仅仅依赖于一个数据库，即CSFB-TASS。正如刚才我们所论述的，在所有数据库中他们只选择了CSFB，这会带来1996~1998年间数据回填和幸存者偏差的问题。在全球12家主要的对冲基金数据库中只选择了1家作为基准（况且这个数据库还是存在缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陷的），这看起来应该是不太明智的。

即便如此，在计算了那些所谓的偏差之后，他们得出了结论：CSFB-TASS数据库显示的年回报率是6.3%。那么福布斯网站上的那篇文章是怎样得到零回报率的结论呢？他们认为在基金停止公告当月的回报率要下降50%，这个假设条件就显得太不准确了。我们前面也提到，麦肯发现终止报告或关闭的那些基金在其沉寂之前，有相当多的业绩表现是优于那些仍在运作的基金的。斯科尼维斯（Schneeweis）和卡热米（Kazemi）最近指出："基金在停止公告当月，资产损失50%，这样的假设是站不住脚的"。这些方法论上的错误就使得幸存者偏差曲解了他们的结论。

结论。关于对冲基金的业绩表现，有一些负面的质疑，这些质疑主要是方法论方面的。幸存者偏差、淘汰率和回填误差，这些在10年前基本上还是不能量化的，但现在借助于一些主要的数据库，已经可以很清楚地计算了。说到幸存者偏差和淘汰率，它们在共同基金和对冲基金之间的差异并没有我们以前想象得那么大。所以，对冲基金取得比股票更好的业绩还是比较令人信服的，最近对冲基金业绩的向下调整是不会从根本上改变这一事实的，即标准·普尔500指数自1998年底以来基本上未上涨（标准·普尔500指数1998年和2005年的收盘点位分别是1229点和1248点，上涨2%），而HFRI加权基金指数上涨了75%。

另一个重要结论是：在我们的研究中需要注意的是，只使用1个对冲基金数据库来估算对冲基金或者FOFs潜在的或历史的回报率的做法，是不明智的。虽然很少有基金会向12家主要数据库中的3家以上报告数据，而且他们大多数只是向其中1家报送数据，但在本书中，我们还是利用了多个数据库来描述基金的业绩表现，而且与CISDM的做法相同，我们也只是选取了1990~1999年的经幸存者偏差调整后的数据。

分散化的好处

在投资类书籍中分散化一般都是第一章的标题，它是现代组合理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的核心，而且推动着目前投资组合的构建和最优化。对于机构投资者来说，在他们股票、债券投资组合，或者房地产和私募股权等另类投资产品的组合中，引入精心选择的对冲基金或 FOFs，可以有效地降低他们总体组合的风险。请看表 1.2，组合 1——按 50/50 的比例投资于 MSCI 世界指数和雷曼高信用债券指数，组合 2——按 40/40/20 的比例投资于 MSCI 世界指数、雷曼高信用债券指数和 HFRI 基金加权指数。在 1994~2005 年这 12 年间，组合 1 的业绩明显劣于组合 2，而且其波动率更大。由于引入了对冲基金，在一个完整的市场周期中，组合 2 的年均回报率要比组合 1 高 105 个基点，而年均波动率却比组合 1 低了大约 0.5%。注意，组合 2 的夏普比率同样高于组合 1。表 1.2 和 1.4 所反映的结果与早先 CISDM 关于 1990~2004 年的结论相同。

表 1.2 不同资产种类和投资组合的表现(1994.1~2005.12)

	年均回报率	年均标准差	夏普比率
HFRI 基金加权指数,	11.56%	7.05%	1.08
雷曼政府/高信用债券指数	6.35%	4.50%	0.54
MSCI 全球指数	7.95%	13.83%	0.29
组合 1(股票和债券)	7.18%	7.75%	0.42
组合 2(股票、债券和对冲基金)	8.23%	7.24%	0.59

组合 1=50%的 MSCI 世界指数+50%的雷曼政府/高信用债券指数
组合 2=40%的 MSCI 世界指数+40%的雷曼政府/高信用债券指数+20%的 HFRI 基金加权指数
来源：Mayer & Hoffman。

那么表 1.2 中表现良好的、经风险调整的回报率是怎样计算出来的呢？我们先回顾一下夏普关于资本资产定价模型(CAPM)的那篇经典论文，在那篇论文中，夏普描述了组合的两种基本风险：市场风险或系统风险，即持有市场组合的风险；特定风险或个体风险，即选择特定资产带来的风险。希腊字母就用来代表一个组合或是一项单个资产的市场风险状况。

回到我们股票和债券的投资组合，我们怎样才能降低它们的市场风险呢？对了，我们可以在组合中引入一项 β 值非常小的资产。如果我们选取 HFRI 基金加权指数作为参照，它同标准·普尔 500 的相关系数是 0.72%，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金指数的β值就可以这样计算：

$$\rho(R_a,R_m)\times\sigma(a)\times\sigma(m)/\sigma^2(m)$$

其中，ρ是不同种类资产回报率的相关系数，R_a是对冲基金指数的回报率，R_m是市场（标准·普尔500）回报率，这些值乘以各资产的标准差σ，除以市场风险。

在这个例子中，指数的β值=(0.72×7.05×14.73)/14.73²=0.34。0.34这个相对较低的β值就论证了刚才的观点，即引入具有这些特征的对冲基金可以有效地降低组合的市场风险。

投资对冲基金形成的分散化将带来许多好处，我们将在第12章对这些好处进行更详细的探讨。不过很显然，分散化使那些比较关注投资组合中各资产之间相关性和市场相关性的投资者深受其益。一个关于对冲基金或FOFs的分散化的投资组合会在市场下跌期间更好地保护投资者，明显地优于同质的股票多头/空头的投资组合。

特别是，引入管理期货和特定的全球宏观基金的产品或货币市场产品的投资组合，将极有可能降低其与股票市场的相关性。同样，相对价值型投机策略由于与股票和债券市场的相关性都很低，在市场下跌期间可能会更有利于对投资者的保护。

在市场下跌期间，对冲基金为投资者提供保护的另一种方法是，基金可以在股票市场和债券市场同时进行卖空操作。这种灵活性带来的优势是十分重要的，这样就能在熊市时较好地保护资产。可以看一下2001和2002两年的情况：标准·普尔500两年分别下跌13和23%多，而平均FOFs两年则分别增长3%和1%。表1.3显示了2001~2005年这样一个市场周期中，股票、债券、对冲基金和FOFs各自的表现。

表1.3的数据表明，在过去的5年里，每一种对冲基金策略和FOFs在绝对回报率和风险调整回报率两个指标上均优于股票（该时间段内选用的无风险利率是2.26%）。债券在该期间表现较好，但在风险调整后的基准方面，不如FOFs以及除CTAs及股票对冲（HFRI中的股票多头/空头）以外的所有策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.3 最近 5 年对冲基金策略、业绩表现及其与股票和债券的相关系数

业绩表现：对冲基金策略和传统资产（2001.1.1~2005.12.31）

	年收益率	标准差	夏普比率	与标准·普尔500指数的相关系数	与雷曼政府/高信用债券指数的相关系数
HFRI 可转换套利指数	6.15%	3.48%	1.12	0.04	0.17
HFRI 困境证券指数	14.76%	4.48%	2.79	0.43	0.07
HFRI 股票对冲指数	6.57%	6.48%	0.67	0.81	-0.21
HFRI 股市中性指数	4.09%	2.28%	0.80	-0.28	0.13
HFRI 事件驱动指数	10.68%	6.01%	1.40	0.71	-0.09
HFRI 固定收入：套利指数	6.89%	1.97%	2.35	0.08	0.34
HFRI 基金加权指数	8.00%	5.20%	1.10	0.81	-0.13
HFRI FOFs 综合指数	5.89%	3.30%	1.10	0.58	0.02
HFRI 宏观指数	9.26%	5.03%	1.39	0.17	0.29
HFRI 沽空指数	2.58%	15.24%	0.02	-0.91	0.34
CISDM CTA 资产加权指数	7.72%	8.25%	0.66	-0.19	0.39
雷曼政府/高信用债券指数	6.10%	4.86%	0.79	-0.33	1.00
MSCI 全球指数—净值	2.18%	14.67%	-0.01	0.97	-0.29
标准·普尔 500 指数	-1.11%	14.90%	-0.23	1.00	-0.33

来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

表 1.4 表明，如果投资者对其资产进行了分散化，那么经过这种稍稍对冲后的投资组合就可以较好地保护自身了。我们还能从表中算出，在组合中引入对冲基金后，投资者的年均回报率将会提高 1.10%。

表 1.4 不同资产种类和投资组合的表现（2001.1~2005.12）

	年均回报率	年均标准差	夏普比率
HFRI 基金加权指数	8.00%	5.20%	1.10
雷曼政府/高信用债券指数	6.10%	4.86%	0.79
MSCI 全球指数	2.18%	14.67%	-0.01
组合 1（股票和债券）	3.86%	7.09%	0.23
组合 2（股票、债券和对冲基金）	4.96%	6.41%	0.42

组合 1=50%MSCI 全球指数+50%雷曼政府/高信用债券指数
组合 2=40%MSCI 全球指数+40%雷曼政府/高信用债券指数+20%HFRI 基金加权指数
来源：Mayer & Hoffman。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于股票和债券的投资组合，每种具体的对冲基金策略究竟是怎样增加它们的收益或者分散它们的风险的呢？表 1.1 和 1.3 也都表明，一些对冲基金策略，比如股票多头/空头，与股票市场强相关，而与债券市场不相关；另外，像可转换套利与股票市场和债券市场都有一定的相关性。我们在表 1.1 和 1.3 显示的研究结果也验证了 CISDM 的研究结论，后者是在一个较长的时间段里（1990~2004年），对对冲基金表现及其与股票和债券相关性的研究，他们的结论包括每种具体的对冲基金策略对股票、高等级和高收益债券组合的影响，我们在表 1.5 中对这些结论进行了简单的汇总。

表 1.5 对冲基金策略对投资组合风险和收益的影响

业绩表现：对冲基金策略和传统金融资产（1994.1.1~2005.12.31）

对冲基金策略	股票组合	高等级债券组合	高收益债券组合
事件驱动型	提高收益	分散风险	提高收益
股票对冲	提高收益	分散风险	提高收益
股票市场中性	分散风险	提高收益	分散风险
兼并/风险套利	提高收益	分散风险	提高收益
困境证券投资	提高收益	分散风险	提高收益
固定收益套利	分散风险	分散风险	提高收益
可转换套利	分散风险	分散风险	提高收益
全球宏观	分散风险	分散风险	分散风险

来源：CISDM，2005。

从表 1.5 可以看出，对于股票组合来说，有四种基本策略是风险分散型的，另外四种是收益增加型的，我们将在专门讨论各种具体策略的章节中对这些好处进行更具体的分析。总体来说，对冲基金的分散化带来的好处有：降低组合波动性，提高绝对回报率和风险调整回报率，在股市和债市疲软时保护投资者。在第 13 章中，我们将运用风险价值（VaR）来量化分散化的好处。

虽然有学术研究认为，通过投资对冲基金和 FOFs 可以分散传统投资组合的风险，而且有较长的记录表明风险调整回报率的确很吸引人，那为什么那么多机构投资者都对这类资产敬而远之呢？下面是投资者经常列举的四种主要原因。

1. 对冲基金和 FOFs 都明显缺乏透明度，也就是说投资者对潜在的投资组合缺乏具体的了解。对机构投资者来说，缺乏透明度是投资大忌，这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阻碍了他们将对冲基金或FOFs的头寸引入其风险管理软件。结果，他们对投资组合中涉及杠杆和市场风险的分析就是不完全的。

2. 许多机构投资者都是在只做多的传统理念下成长起来的，对于他们来说，对冲基金策略太陌生而且过于复杂了，这是他们对投资对冲基金犹豫不定的深层次的原因。尤其是养老基金，他们并没有一支经良好培训的对冲基金分析团队，他们在进入这个不熟悉的领域时是极为谨慎的。

3.其次就是费用因素。对冲基金投资者要支付“1+20”(1%的固定管理费率+20%的利润提成)的费用，而且投资要锁定1年或更长的时间，而股指基金却只需支付25个基点甚至更少的费用，而且可以提供即时的流动性，所以凭什么要投资于对冲基金？另外，如果加上对冲基金的基金要收取的费用，一般是1~1.5%的管理费率和10%的利润提成，投资者就更难获得较具吸引力的回报了。

4.最后，存在“剧烈冲击”的问题。最近几年，已经出现了大量欺诈和/或管理不善的例子，导致了投资者全部或者接近全部的资金损失。相对于对冲基金剧烈冲击的震荡，共同基金和IT泡沫破灭带来的佣金账户的总损失，或者是最近几年世通公司(World Com)、环球电讯公司(Global Crossing)、安然(Enron)、泰科(Tyco)等其他一些公司丑闻带来的数十亿美元的损失，那真是小巫见大巫了。

投资对冲基金的风险

对冲基金具有高度风险性，这种看法在对冲基金几乎只面对超级富豪投资者时就产生了。这种观点在1998年达到顶峰，当时长期资本管理公司(Long Term Capital Management)造成了投资者数十亿美元的损失，其在同行业中的典范和佼佼者的地位也随之一去不复返了。与此相伴而生的还有另一种看法，即对冲基金一直都处于灭亡的边缘。1万亿美元对冲基金的管理者以及投资者显然不会认可这种看法。

但是和其他投资无异，投资对冲基金也是存在风险的，这些风险主要来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自两方面:市场暴露和基金管理方面。

市场暴露风险

我们在前文已经论及,任何类型的投资,传统投资抑或另类投资,都要面对市场暴露风险,也就是夏普所说的系统风险。在很多情形下,对冲基金的市场暴露风险是显著地低于传统投资的,因为其管理人可以把组合的这种风险对冲掉。比如,股票多头/空头管理人通过专业的组合管理,可以降低他们组合的 β 值甚至是使其中性化。第二章将就达到这个目标而采用的技术进行详尽的探讨。

许多对冲基金管理人利用相近的手法,设计了一些投资策略,这些策略的基本目标是资本保值加上超过短期国库券的一点收益,它们一般被列为相对价值型的套利。这样的基金波动率很低,而且相对稳固,谨慎地说,回报率与股票市场没有相关性。

市场风险暴露通常用净多暴露来表示。如果一个 1 亿美元的基金把它的所有资金投资于各种股票,同时利用这些股票作抵押卖空 5000 万美元的股票,那我们就说这只基金是 50%的净多暴露。这是一个衡量风险的指标,其值会高于或低于 50%,但这的确不是一个完美的数值,因为持多的股票其价格可能会下跌,而卖空的股票会上涨。这看起来也许是不可能的,但是正如摩菲法则(Murphy's Law)所指出的,市场上任何能够发生的事情都会发生,所以刚才那种情形并非是随意臆测的。

另一个需要关注的指标是总暴露,是多头与空头暴露百分比的简单求和。对于刚才那个例子,它的总暴露就是 150%。

对市场暴露风险,应用最广泛的指标也许是杠杆率(也有人称为传动率),我们定义它为为投资和交易活动所借入资金的数量(也有人用这个指标描述总的风险暴露)。杠杆,正如其意,把组合的收益和损失放大,更不用说保证金交易的情形了。在最坏的情况下,杠杆会引起追加保证金,迫使基金平仓,从而遭受大额损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金管理风险

在投资于任何一只对冲基金之前，都要对其进行专门的尽职调查。尽管有这个提醒和警告，还是有很多投资者在未作预先调查的情况下，就把相当多的资金交给了奸诈的对冲基金经理，这些经理可能只有很少的经验甚至是毫无投资经验，他们欺骗会计师事务所、审计人员和政府官员。2005 年，SEC 关闭了拥有 4.5 亿美元资产的对冲基金公司——贝友集团（Bayou Group），同时还对 Wood River，KL 金融公司以及其他一些公司提出控告。贝友的管理人，萨缪尔·伊萨尔三世（Samuel Israel III），宣称曾担任过欧米茄咨询（Omega Advisor）这家曾取得巨大成功的对冲基金的首席交易员。但是，只需给欧米茄基金打一个电话，我们就可得知，伊萨尔先生根本就没在欧米茄担任过首席交易员。类似地《华尔街日报》指出，给贝友声称的审计人均富会计师事务所（Grant Thornton）打一个电话就能知道，均富已经好几年没有给贝友进行审计了。同样，通过查找律商联讯（Lexis-Nexis）数据库，我们就能揭露贝友前合伙人的欺诈行为了。这种在经营和尽职调查中关于信息的例行检查，我们将在第 13 章进行详细探讨。

读者也许会问，近来较高的违约率和欺诈行为，是不是意味着投资对冲基金的风险提高了呢？在我们看来，并非如此。SEC在 2005 年曝光了 20 起案件，2004 年是 19 起。1999~2004 年，SEC 公布了 51 起欺诈案件，这些案件共造成投资者 11 亿美元的损失。在一个总量超过 8000 只（超过1999年基金数目的两倍）基金的行业，很自然地会预料到违约率的急剧上升，但事实上这种预测却并未成为现实。即使案件数量在统计上如我们所预料的那样增长，由 SEC 研究得出的对冲基金违约造成的总损失还是远远低于不久之前由股票违约带来的损失。

那以后会有什么值得我们期待的呢？应该是 SEC 更严密的监管。2006 年 2 月开始生效的新 SEC 监管条例把对冲基金经理列为重点关注对象，这在以前是没有过的。作为专业投资者，作者欢迎这种改变，这肯定会有助于对冲基金行业的繁荣发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于本书

投资者要对投资对冲基金和对冲基金的基金做出明智的、及时的决策，就必须掌握一些必需的知识，本书就旨在为投资者提供这些所需知识。尽管对冲基金是一个明显的全球现象，但是在本书中我们还是主要集中于美国市场——这个世界上最大的对冲基金孵化地。最近几年，对冲基金在全球遍地开花，而且其交易市场确实也是全球的。既有人在香港做纽约证券交易所的交易，也有人同时在波士顿做恒生的交易。世界各地各投资组合的管理人可以及时地获取各种金融信息，不管他/她是在英国乡村的农庄里，还是在纽约派克大街的一家"对冲基金旅馆"(一种专门为对冲基金从业人员设计的商务套房)里。

关于对冲基金行业的著作一直在增加，但本书将会是独一无二的，她将带你步入神圣的投资殿堂。在书中，你将会遇到顶级的基金管理人，看看是什么点燃了他们的激情，学习他们如何去评估他所尊重的市场的，并运用所掌握的策略在不同的市场环境中做到出类拔萃。你还会看到两位顶级的尽职调查专家的来信，他们将带你完成评估基金管理人的步骤。

本书作者是对冲基金行业的业内人士，主要的目标读者是机构投资者和家族账房投资者，本书将揭开蒙在对冲基金身上的面纱。作者会阐述清楚所有的专业术语，作者针对各主要的策略对一些成功的基金管理人进行了深入的访谈，书中也增加了这些管理人的真知灼见，这也使得投资者能够在宏观和微观两个层面上，更好地了解这些策略的复杂性。用他们自己的话讲就是，他们给我们展示了一幅完整的画面——也是一幅真实的画面。

按照标准·普尔对冲基金索引基金类型基准，本书关于策略的章节安排如下：

- 方向性策略——股票多头/空头，管理期货，全球宏观；
- 事件驱动策略——事件驱动(包括兼并套利和特殊境况)、困境证券；
- 套利——股票市场中性、可转换套利、固定收益套利。

以上几章都会探讨每种特定投资方法的优势和劣势，还会提供相对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他基准的每种特定策略下的业绩表现图表。这将有助于读者理解在熊市和牛市，每种策略将会有怎样的表现。虽然过去的业绩表现并不是其未来业绩表现的一个较好的指示值，但对于理解每种策略带来的风险和回报，它还是一个比较有用的工具。最后，每一章的结束，都包含对专注于每种特定投资策略的年轻管理人的访谈。

本书并未涵盖纯卖空者和只做多的未对冲基金，而且并未触及行业基金，比如卫生保健、生物工艺、贵金属或者能源基金，所有的这些充其量是股票多头/空头基金，往坏了想就是只做多的管理人了。类似地，尽管新兴市场如今正变得非常狂热，但鉴于它们大多数或者是股票多头/空头，或者是事件驱动类型，我们就没有单独把它们拿出来独立成章进行强调。本书拿出专门的一章来探讨管理期货，因为这种策略经常被人忽略，即使是那些最好的对冲基金数据库，比如 HFRI。

余下的各章安排如下：

- 最新的策略——对当今一些较新的投资机会进行综述，包括对公共机构的私人融资；
- 寻找 α——对冲基金业绩表现中关于搜寻 α 的分析，相对于年迈的同行，对一些年轻管理人取得骄人业绩的分析；
- 对冲基金的基金——投资于 FOFs 的相对优势；
- 尽职调查的最佳行为——两位尽职调查专家将会教授投资者进行尽职调查过程的五个步骤，而他们使用的工具只有样本问题和记分卡。

对冲基金一直处于变化之中，其自身一直在发展并努力绘制其在证券市场中的美好蓝图。很多对冲基金在这两三年采用的投资手法，在五年之前甚至都不敢想象。对冲基金就像蜜蜂一样，一直在寻找能够带来利润的新市场。一些新市场成长非常迅速，另一些也一直在克服其市场的不完善。由专家交易员经营的对冲基金非常灵活敏锐，目前正通过一些非同寻常的投资策略来获得丰厚的利润。同时，其他一些传统的对冲基金发现他们的市场已经十分拥挤，获利机会非常小。伴随这些变化的是，对于敏锐的投资者来说，其面临新的机会和挑战，在这些机会上进行投资，现在说来比以前更为容易：因为机会把握在你自己手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

方向性策略：股票多头/空头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

本章和3、4两章主要介绍方向性投资策略，包括股票多头/空头（以下简称ELS）、管理期货和全球宏观。之所以称为方向性策略，是因为这些策略的基金经理在各自的市场上都进行了方向性的买卖。这三种策略的使用在投资者中是非常普遍的，对冲基金50%以上的投资资金都采用这些策略。但在市场相关性、波动性、在组合中发挥的作用以及最终的业绩等方面，它们三者之间还是存在较大区别的。

ELS策略是所有对冲基金策略的鼻祖。1949年，一位叫阿尔弗雷德·维斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）的纽约律师创建了世界上第一个对冲基金——琼斯对冲基金公司（A.W.Jones & Company），其投资信条很简单：股票（多头）组合应该有相应的空头组合来对冲。多方要选择那些被认为有吸引力的股票，空方则应选择那些被认为相对没有吸引力的股票。这样，当市场表现良好时，多头价值增长要多于空头，这样就能获利；相反地，当市场表现较差时，多头价值损失要小于空头，同样会获利；如果市场没有明显的上升下降即呈现盘整趋势，那么获利与否就要取决于多空对比了。

在20世纪60年代早期，本书作者埃尔登·梅耶（Eldon Mayer）就已在华尔街工作了，那时琼斯基金已经孕育出其他许多对冲基金了，其中最为著名的就是城市联合基金（City Associates）和费尔菲尔德基金（Fairfield Partners），以及1969年创立的量子基金（Quantum

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fund)。那时,对冲基金经理被认为是最聪明、最优秀、最见多识广的投资者。游戏的名字就叫赚钱,赚钱,再赚钱,所以当时基金经理并不受什么约束,不像现在大多数对冲基金只能坚持一种特定的投资策略。在“买入并持有”这种投资理念占主流的世界中,对冲基金交易活跃,获得了丰厚的佣金,它们吸引了华尔街最好的经纪人和分析师;它们还受到一些辛迪加财团和行业组织的青睐,从而有能力购买更多的新发证券。

20 世纪 70 年代琼斯基金仍然在孕育一些新的对冲基金,当时琼斯基金有很多优秀的分析师们在掌握了交易技巧和技术后,选择离开琼斯基金并创立自己的对冲基金。梅耶在 1968 年成为一名对冲基金经理的,他对纽约对冲基金业内的大多数管理人较为了解,就他所知,有相当数量的管理人都是在琼斯基金公司开始他们对冲基金生涯的。在当时这被认为是进入对冲基金业最好的通行证。

1968 年,在哈特威尔公司(J.M.Hartwell & Co.)的埃尔登·梅耶设计、帮助发起并管理了第一只共同基金式对冲基金——哈特维尔和凯姆贝尔杠杆基金(Hartwell and Campbell Leverage Fund)。1970~1980 年十年里,这只 ELS 策略的基金其年均回报率在所有股票型共同基金中排名前 20。

20 世纪 70 年代早期的另外一个现象就是许多“私下交流小组”(whisper group)的出现,其实就是对冲基金经理们在常规的早餐或午餐上碰面交流。形式也很标准——每位参与者都要与大家共同分享他们最好的投资理念和理性的投资经验,目的就是互通有无、相互借鉴。一些经纪人也创立了类似形式的交流小组,只不过他们的餐食是免费的,但希望能收获富有启发的评论或建议。其中最为有名的是由已故的罗伯特·布雷姆伯格(Robert Brimberg)发起的,这位罗伯特·布雷姆伯格先生由于在乔治·古德曼(G. W. Goodman;亦被称为亚当·史密斯,Adam Smith)的畅销书《超级金钱》中被提及,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而家喻户晓。在他们这个活动中，布雷姆伯格也许会讲："哦，好，到大家要为午餐买单的时候了。韦尔森，何不向大家介绍一下你最好的投资想法呢？"

在那段时期，对冲基金经理被许多人视为华尔街的精英。他们敏锐、专致、见多识广。他们不囿于常规，他们志同道合的同行中一般没有那些只做多头的管理人。他们能从经纪人公司那里获得尽可能优质的服务——给他们配备最优秀的、工作能力最强的经纪人，给他们提供最好的交易席位，给他们分配最好的高级研究人员。经纪人公司一旦有什么新建议，他们一般会是第一个被通知。

这个时期 ELS 基金的表现一般都较出色。他们富有进取精神，乐意去进行大额头寸交易，而且使用杠杆。是的，确实也存在风险，但是他们动作极快，一旦有一点点细微的征兆，他们就立即退出。在 20 世纪 70、80 年代，一些稍微好一点的对冲基金，其年均收益率都超过了 20%。就是在这个时期，朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）和迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）的两只基金创造了持续投机获利的神话。

在 20 世纪 80 年代，一些对冲基金开始进行全球投资，其投资范围不仅包括股票市场，还包括货币市场。这些先行者中最著名的、或许也是最成功的就是乔治·索罗斯（George Soros）的量子基金（Quantum Fund）。索罗斯的年收益率目标是 50%，他在相当长的时间里都达到或超过了这个目标。在 1969~2004 这 35 年里，量子基金的年均收益率超过了 30%。索罗斯给其投资人员开出的报酬极为慷慨优厚，吸引了大量优秀的分析师和组合管理人，可以说量子基金是群星璀璨。索罗斯最著名的战果就是 1992 年狙击英镑，这为其带来了数十亿美元的获利。

这个时期大多数 ELS 基金并不受限于他们投资或交易的种类。对他们来讲，风格转换（即宣称采用某种特定投资策略来管理他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产的基金开始采用另外的策略）并不意味着什么，他们的行事法则就是：不管是买还是卖，只要能赚到钱，就去干。

如今，ELS基金经理一般都要更守规矩。当然也有例外，那些老式对冲基金就在许多方面受限较少，这些基金倾向于获取更多样化的回报、更小的多变性、更大的头寸，而且普遍持有一种市场观点。为了能给投资者创造更好的机会，他们还在所投资公司的管理中发挥着积极的作用。

ELS激进派基金的典型代表是由托马斯（Thomas）和佳布雷勒·休德森（Gabrielle Hudson）于2002年创立的、位于康涅狄格诺瓦克的海盗资本有限责任公司（Pirate Capital LLC）。他们的第一只基金，海盗旗基金（Jolly Roger LP）于当年7月开始运转，其离岸基金也于2003年1月设立。到2005年，海盗旗基金的累积回报率达到了160%，在业绩排行榜上接近第一。2005年这几只基金增长了近20%，资产最高达到了12亿美元。2006年1月1日，海盗资本公司发起成立了一只专注激进型的对冲基金。

海盗旗基金采用的是ELS和事件驱动混合策略，专注于价值型和激进型投资，其多空头的比例分别是60%~70%和10%~20%，而且没有使用杠杆。激进型投资一般采取的方法是，对于那些业绩表现不佳的公司，进行逐步的股权吸纳。当13-D条款的条件（持有公司股票的份额达到或超过5%）满足时，海盗基金就开始向公司宣战了。如果基金认为股价被低压，股权吸纳会继续进行。其管理人汤姆·休德森（Tom Hudson）并不介意会带来多大的头寸，即使投资已经占用了基金净资产的10%或者更多。为了更好地实现投资者价值，起初基金会以一种友好的姿态，向公司管理层施加压力，此后具体的建议会源源不断地提出来。海盗公司并不担心可能会遭受的讼诉，他们至少已经在6个案例中经受过这些麻烦了，其中就包括在2005年早期他们与玩具生产商“玩具反斗城”（Toy “R” Us）之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的诉讼。

海盗基金挑战公司管理层经常采用的另一个激进型工具是代理恳求。2004年8月，海盗基金针对成年和青少年读物及教育服务提供商、位于休斯敦的康乃尔公司（Cornell Company，其纽约证券交易所的代码是CRN，它代表联邦、州和当地政府来提供上述服务）发布了13-D条款，其中包括了一封致全体董事的代理恳求信。在接下来的10个月里，海盗基金继续增持CRN股票，最终达到了15%的比例，成为CRN的最大股东。海盗基金认为CRN的董事会效率低下，如果由海盗基金买入或接管CRN，其公司价值会得到提高。作为旨在掌握控制权的一种手段，休德森也向CRN公司的其他股东发布了代理恳求，要求他们支持自己的提名董事。2005年5月18日，CRN董事会和管理层同意了海盗基金的请求，同意将休德森和他的6位提名人列入6月30日股东大会的候选人名单，而同时CRN原董事会只有两人入选。作为回报，海盗基金同意停止代理权之争。正如本章描述的，海盗基金何时、怎样以及在多大程度上为CRN公司的股东（不考虑海盗基金旗下的两只基金持有CRN公司的200万股股票）实现更好的价值，我们还将拭目以待。

股票多头/空头交易及投资策略

现代ELS管理人采用如下三种策略使其与那些只做多的同行们区分开来：卖空、期权的买卖和使用杠杆。卖空在股价下跌时可以获利，如下是其工作机理：ELS管理人从第三方（通常是经纪人）那里借入股票，这样他们就能卖出这些股票了。稍后管理人再买回这些股票，这样他们就能够归还出借人了。如果买入价低于卖空的价格，卖空者就能从这笔交易中获利。如果价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨，基金管理人就会遭受损失。ELS管理人还能按短期国库券利率获得现金利息（空头利息贴现），从而获得额外的空头收益。由于经纪人安排股票借贷会带来一些费用支出，而且基金要归还属于出借人的股利分配，这笔交易同时还要承担相应的成本。

ELS管理人可以采用很多方法来执行他们的卖空策略。一个较普遍的方法是双向交易。比如，基金管理人买入医药行业中的一只股票，同时卖空同一行业中他认为业绩将会变差的另一只股票。管理人的预测是，不管市场向好还是下跌，前者的表现都会优于后者。

较新的一种方法就是位于弗吉尼亚的Rivanna Partner基金所采用的。基金的共同创始人克雷戈·克尔伯格(Craig Colberg)这样描述他的策略："我们把小盘股放在多方，把大盘股置于空方。"如果你认为这样的描述过于笼统，可以考虑一下数据。"事实上，我们在空方股票选择上的范围非常广，"克尔伯格说，"市场经常会提供一些无法预料的做多机会。大约有3500家公司满足我们股票市值盘子要求，当然有很多并不适合我们。我们的基本工作就是寻找会发光的金子。"本章最后，我们将对克尔伯格进行一个专访。

ELS管理人还可以买入或卖出股票和股指期权。买入期权，不管是看跌还是看涨期权，其风险都被限定于期权费。比如，基金管理人可以买入预期股价上涨股票的看涨期权。如果在期权到期前股价下跌，他可以继续持有该期权，遭受期权到期价值为零的风险；或者低价卖掉期权，遭受一定的损失。同理，如果预计股价将会下跌，就可以买入看跌期权。

对于多头或者空头股票头寸，当价格发生不利变化时，持有看涨和看跌期权出售策略能为ELS管理人提供有效的保护。看涨或看跌期权的风险是非常大的，因为它们未进行对冲保值。比如，如果投资者认为某股票不会大幅下跌，他可能以2美元的价格卖出一个未套保看跌期权，标的股票的行权价格是20美元。如果股价下降为19美元，他将以20美元的价格买入对方卖出的股票，但是他的损失（1美元）低于他的所得（2美元）。如果股价跌到低于18美元，这位投资者就要遭受损失了。比如当股价下降为10美元时，他每股损失10美元，高于他卖出期权的所得2美元。

除了买卖单只股票的期权，ELS管理人还可以卖空一揽子股票或者用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期权来对冲市场风险。理论上说,ELS 管理人可以从他的多空两方获利;但事实上,在一个上升的市场中,通过空方来赚钱是极为困难的。所以,当市场上涨时,ELS 管理人空方一般都会有一个净损失,这就会抵消组合中多方的部分获利。

最后,不像那些只做多的共同基金的同行,ELS 管理人利用杠杆来放大他们的收益。利用杠杆借入资金,可以增加基金中投资组合多头和/或空头的暴露。ELS 管理人利用杠杆是因为他们认为,利用杠杆的所得大于借入的成本。激进的 ELS 管理人会比保守的管理人利用更高的杠杆率和持有更大的头寸,所以在不同的管理人之间,总市场暴露和净市场暴露差别是很大的。

一个典型的 ELS 投资组合也许会是这样的:

多方头寸,35%~40%,按成本加权;

空方头寸,50%~60%,按成本加权;

每个多方头寸不能超过 5%;

每个空方头寸不能超过 5%;

多方总头寸在 75%至 150%之间;

空方总头寸在 30%至 50%之间;

行业暴露最大为 25%;

组别暴露最大为 15%;

总暴露最大不能超过 200%。

正如上面的例子所列举的,对冲基金可以有很多对 ELS 变换加工的策略。但是如今 ELS 管理人面临的比较普遍的一个威胁却是,他们提前向投资人表明了他们的投资策略,一旦想改变他们的投资变量,就要通知投资者,并给予他们赎回的机会。如果 ELS 管理人在没有告知投资者的情况下改变了其投资策略,他们必须给予投资者赎回的权利。

大约是在 1990 年之后,发达国家一些崇尚冒险的 ELS 基金开始投资于按市值挑选的特定规模的公司,还有一些特定的行业,比如卫生保健、房地产、贵金属、能源和生物工艺行业。如今,行业基金资产已经达到 630 亿美元。

几乎是在行业基金出现的同时,ELS 管理人发现新兴市场中存在大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的机会，这些新兴市场包括亚洲、拉丁美洲以及后来的东欧和印度。2005年，新兴市场是资产流入的最热门地区，这一点并不值得惊奇，因为从总体上说，新兴市场策略在2004~2005年间是表现最为出色的投资策略。2003年以来，新兴市场策略管理下的资产已经翻番，达到了1250亿美元。资金流入与新兴市场的良好业绩表现互相促进，而且资金一直在持续流入。时间将会告诉我们，巨额收益是否会以及在何时转变成损失；如今资本洪水般的流入也许是未来狂风暴雨的一个预警。

ELS仍将是对冲基金中最大的策略，即使不考虑新兴市场所占的1250亿美元（主要是ELS基金）的资产，它们也至少占所有对冲基金资产的40%。从全球来看，2003~2005这三年里，估计约有3000只新设基金开始运转，而它们中大约有一半都是ELS基金。

为什么ELS基金如此备受欢迎呢？简单地说，是因为许多分析员和交易员所处的投资环境、所接受的教育熏陶以及所接受的投资理念，使得他们在股票分析和选择方面普遍认为要么买入，要么卖出。有一个很流行的看法（尽管可能是误导性的）就认为，这种教育足以使金管理人接受ELS的投资策略了。

而且，对于这些精明的投资品种来说，开立最好的经纪账户、在对冲基金旅馆得到一席之地、提供最新新闻稿、从律师那里获得必要的文件、从亲戚朋友那里筹集资金然后返还一个丰厚的回报，所有这些都是轻而易举的。这些听起来好像只是带给对冲基金管理人的好处，并不是给投资者的，但正是这些进入的便利在早期促成了众多ELS基金的创立。而且，这也起到了抛砖引玉的作用。如果没有这种相当简单的投资策略和进入的便利，当今许多伟大的基金经理是不可能成为对冲基金管理人的。

ELS基金在对冲基金中处于主导地位的最后一个原因是其流动性和交易的方便性和简单化。在多数情况下，只需轻轻一点鼠标，那些中等和大型盘子的股票的买卖瞬间就完成了。其他一些投资策略，尤其是那些缺乏流动性证券的交易，需要复杂的后台管理系统和非常老到的交易执行能力。

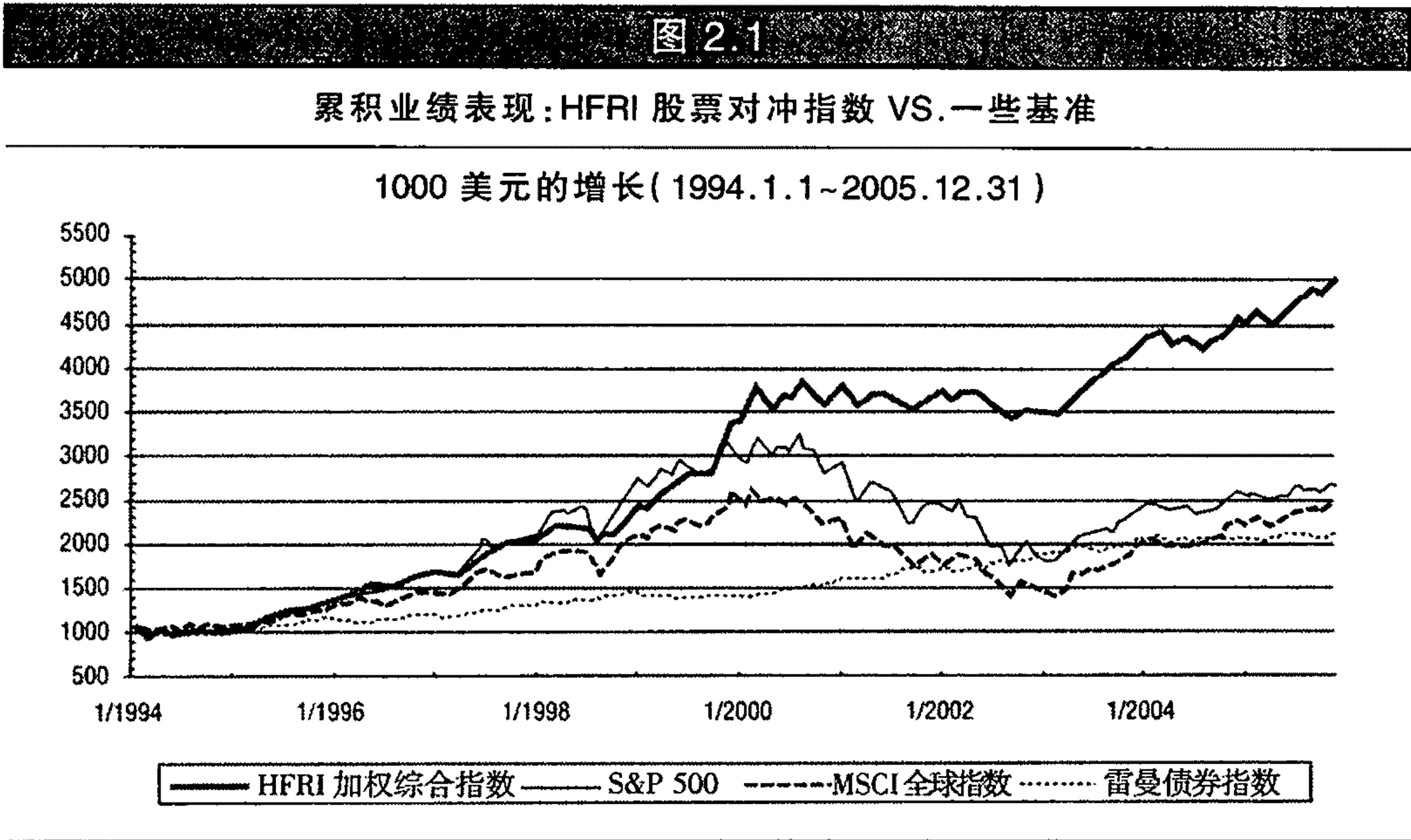
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩表现

我们对 1994~2005 年对冲基金业绩表现的研究表明，ELS 基金的业绩明显优于国内和全球的股票和债券。请看图 2.1，HFRI 股票对冲指数（ELS的HFRI指标）几乎是股票累计回报的两倍。

图 2.1

累积业绩表现：HFRI 股票对冲指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

为方便起见，我们这里复制了表 1.1。表 2.1 描述了 1994~2005 年间，不同对冲基金策略和传统资产的关键变量的对比。在过去的 12 年间，ELS 基金是表现最好的策略，其年均回报率超过了 14%，而且比标准·普尔和 MSCI 全球指数拥有更小的波动性。图 2.1 同样显示了 HFRI 跟踪的其他几个主要策略的表现情况。管理期货没有涵盖在 HFRI 数据库里，而是由 CISDM 跟踪的。CISDM CTA 资产加权指数年均回报率达到了 8%，略低于标准·普尔 500，排在了 MSCI 全球指数的前面。所有的策略和 FOFs（不包括沽空）的风险调整回报率都比全球和国内股票的高，它们中的大部分也比债券高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 1994~2005 年对冲基金策略、业绩表现及其与股票和债券的相关系数

表现：对冲基金策略和传统资产(1994.1.1~2005.12.31)

	年收益率	标准差	夏普比率	与标准·普尔500指数的相关系数	与雷曼政府/高信用债券指数的相关系数
HFRI 可转换套利指数	9.07%	3.70%	1.39	0.28	0.16
HFRI 困境证券指数	12.17%	5.40%	1.53	0.47	0.01
HFRI 股票对冲指数	14.48%	8.97%	1.18	0.69	-0.01
HFRI 股市中性指数	7.99%	3.10%	1.31	0.15	0.19
HFRI 事件驱动指数	13.35%	6.42%	1.47	0.67	0.01
HFRI 固定收入：套利指数	5.96%	3.86%	0.53	-0.12	-0.08
HFRI 基金加权指数	11.56%	7.05%	1.08	0.72	0.00
HFRI FOFs 综合指数	7.46%	5.82%	0.61	0.53	0.06
HFRI 宏观指数	10.14%	7.24%	0.86	0.39	0.32
HFRI 沽空指数	0.99%	21.42%	-0.14	-0.69	0.05
CISDM CTA 资产加权指数	8.01%	8.54%	0.48	-0.08	0.34
雷曼政府/高信用债券指数	6.35%	4.50%	0.54	0.01	1.00
MSCI 全球指数—净值	7.95%	13.83%	0.29	0.94	-0.05
标准·普尔 500 指数	8.55%	14.73%	0.31	1.00	0.01

来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

表 2.1 同时还显示，ELS 与标准·普尔 500 的正相关系数最高，达到了 0.72(沽空与标准·普尔500的相关系数是-0.69)。对于这个发现和其含义，我们将在本章稍后进行讨论。另外，在所有的策略中(除了沽空)，ELS 基金的标准差最大。但是，ELS 的波动性还是明显地低于标准·普尔 500，后者的标准差是 14.73%。高波动性和低收益使得国内股票的夏普比率只有 0.31，而 ELS 基金的夏普比率很优良，将近是前者的 4 倍。

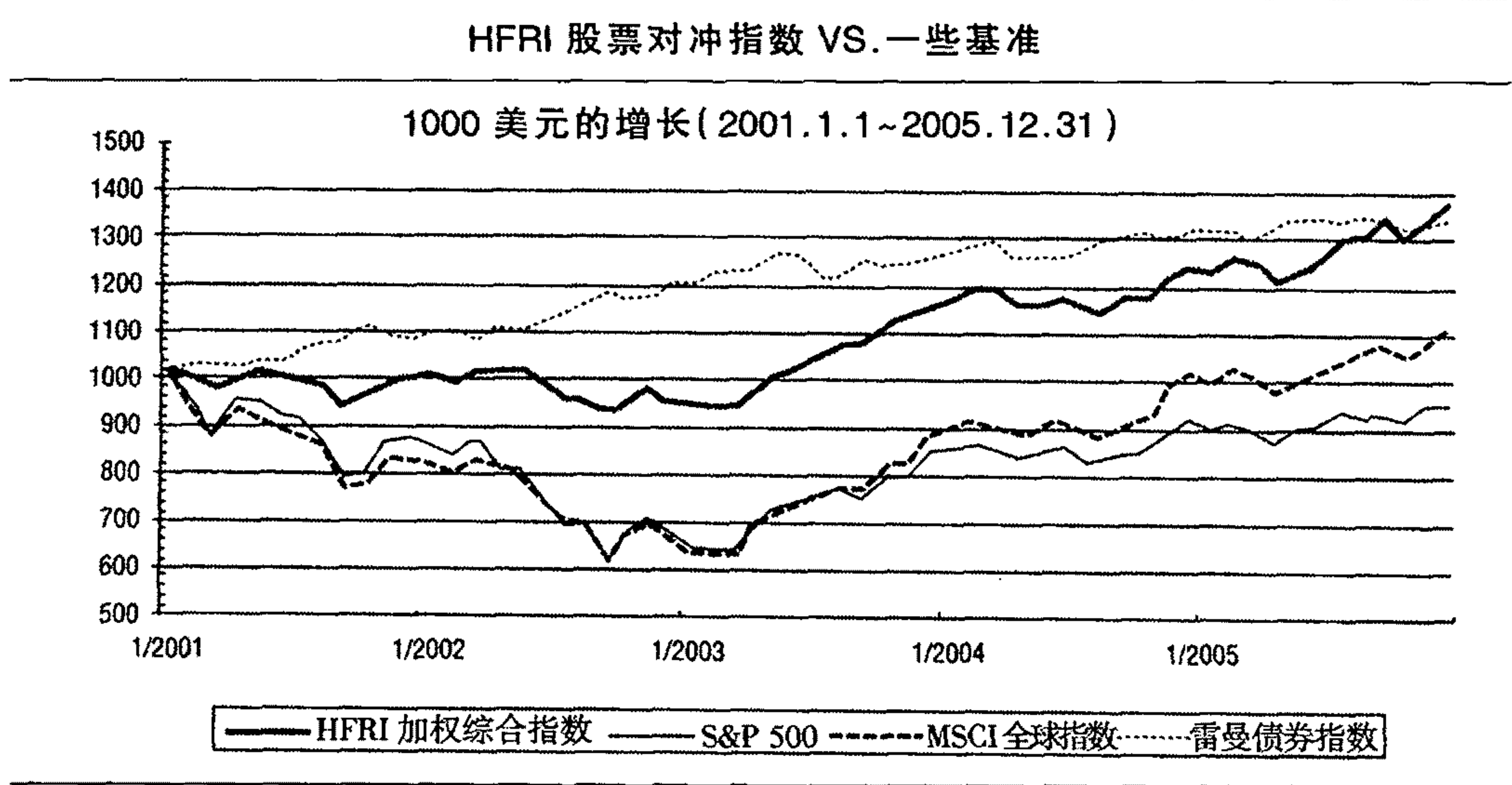
但是，ELS 基金近来是如何面对紧跟复苏而来的糟糕的熊市的呢？它们比国内和全球只做多指数表现得都好。在刚过去的这 5 年里，它们也取得了比债券稍好的表现。如图 2.2 所示，在该时间段内，国内股票略微下跌，ELS 基金增长约 40%，其在 2005 年就取得了上涨 10%的优良业绩，比债券(雷曼债券上涨2%)和股票(标准·普尔500上涨3%)明显要高。在 2000~2002 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市中，2000 年、2001 年、2002 年 ELS 基金分别上涨 9.1%、上涨 0.4%、下跌 4.7%，而标准·普尔 500 总共跌了 38%。

图 2.2

HFRI 股票对冲指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

优 势

ELS 策略有四个主要优势：

1. 在过去很长一段时间内，股票市场都是上涨的，历史上其年均总回报率在 10%这个级别上，ELS 为我们提供了能伴随股市上涨而获利的投资工具。标准·普尔 500 尽管从 2000 年 8 月到 2002 年 9 月恐怖地下跌了 45%，但在图 2.1 所列的 1994~2005 年这 12 年里，其年均回报率仍然达到了 8.55%。很明显，与全球股市有着显著相关性(其相关系数是0.72)的 ELS 基金，能从股市上涨中获得好处，同时避免股市下跌的大部分坏处。

2. 在多年中，许多表现最好的对冲基金已经习惯于 ELS 策略了。由于进入的简单和对必要资本的要求较少，许多股票玩家（捡股者）(stock picker)就有能力设立基金。天才的 ELS 管理人凭借良好的辨别鉴定和明智的投资，为基金和个人赢得了丰厚的回报。

3. 在总的策略内有良好的灵活性。投资者可以选择大盘、中盘、小盘成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长型基金，价值型基金，行业基金，地区和国别基金，保守型或激进型基金。事实上，很难找到两只相像的 ELS 基金。

4. 假设对冲基金能在暴露、杠杆、头寸规模和部门权重等方面提供良好的透明性，外在投资者将更容易理解他们所要承担的风险。其他对冲基金策略过于复杂，以至于即使提供了充足的透明性，对风险进行全面解析也是极其困难的。

劣势

ELS 策略有三个劣势：(1)选股风险；(2)轧空风险；(3)与股票和其他基金的高相关性。ELS 和市场中性策略都强烈地依赖于选股，同样，它们都对选股风险，或者说在 CAPM 中提到的特定风险反应敏感。

而且，这两种策略都在某一标准基点上对特定股票进行卖空操作，这样它们不仅对选股风险敏感，还对轧空风险很敏感。当某只股票卖空的总量超过借入总量时，轧空就开始出现了。ELS 认为如果股票会大幅下跌，其管理人就卖空股票，然而如果股价并没有大幅度下跌，管理人无法低价买进股票，迫使早前沽空的投资者平仓，这会进一步加速股价的升势，有可能令其他不愿平仓的投资者加入平仓的行列。如此，做空者的竞相补进，促使收盘价大幅上升。而且，为了应付平仓损失，基金管理人的经纪人可能会要求其增加担保抵押。如果管理人不能提供现金或证券，经纪人就可能将其空方头寸强制平仓，这样账面损失就变成了实际损失，而且还会带来市场上更大的买盘。

最著名的一次轧空风险发生在 20 世纪 70 年代末期，事件的主角是罗伯特·威尔森(Robert Wilson)管理的一只对冲基金，这位威尔森在当时的对冲基金界可是大名鼎鼎。埃尔登·梅耶回忆说，那段时间威尔森去了印度尼西亚，好长时间联系不上他。他的投资组合已做了相当好的对冲，所以他相当放心。即使在他动身之前形势已经对他不利，威尔森仍然不担心。当时他认为卡西诺股票的基本面是相当糟糕的，所以做空了卡西诺。当他离开之时，轧空已经开始，股价急剧上涨。威尔森还是联系不上。日复一日，平仓开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始了,这导致了股价进一步飞涨。如果能够联系上威尔森,他也许能提供额外的一些担保抵押,但事实上这并没有发生。随着价格大幅上涨(有时一个交易日会上涨5%或者更多),威尔森的首席经纪人公司,Neuberger & Berman认为有必要要求他持续大量买入交易量较小的那些股票，来进行平仓。最后,他的空方头寸,即使没有全部,也是绝大部分被平仓了。轧空最终过去了,股价也从高位逐步回调。

表 2.2 描述了这种常用策略的第三个主要缺点：大部分的 ELS 基金都与股票市场存在紧密的相关性,其与国内股票和 MSCI 全球指数的相关系数在统计上都是显著的,其值分别是 0.69 和 0.72。理论上,ELS 基金在上升和下跌市场中均能获利，但它们在牛市中的表现要明显优于在熊市或是盘整阶段中的表现。比如在 2002 年的熊市中,ELS 基金平均来说下跌了 4.7%,但很多 ELS 基金实际损失比这个平均值惨多了。进一步分析 ELS 和 MSCI 之间的相关性,我们计算出在这 12 年里,ELS 的值是 0.47,其市场风险暴露已经相当显著了。

在这里我们向对冲基金的基金(FOFs)投资者发出一个预警:由于众多的 FOFs 的投资组合是以 ELS 为主导的,所以它们与股票市场存在显著的相关性,FOFs 投资者应对下次到来的熊市保持警惕。

另外，表 2.2 也显示出,ELS 与其他策略的相关性也很高，比如事件驱动策略和全球宏观策略。因此,投资者应该确保他们的对冲基金和 FOFs 组合做到充分的多样化，应当在其投资组合中包含其他的以及彼此相关性较小的对冲基金策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2 1994~2005 年对冲基金策略和一些基准的相关系数

	CISDM CTA 资产加权指数	HFRI 可转换套利指数	HFRI 困境证券指数	HFRI 股票对冲指数	HFRI 股市中立指数	HFRI 事件驱动指数	HFRI 固定收益套利指数	HFRI 基金加权指数	HFRI 宏观指数	雷曼政府/高信用债券指数	MSCI 全球指数—净值	标准·普尔 500 指数
CISDM CTA 资产加权指数	1.00	-0.01	-0.08	0.01	0.15	-0.02	0.06	0.02	0.49	0.34	-0.06	-0.08
HFRI 可转换套利指数	-0.01	1.00	0.57	0.45	0.28	0.54	0.18	0.51	0.39	0.16	0.26	0.28
HFRI 困境证券指数	-0.08	0.57	1.00	0.64	0.20	0.81	0.31	0.75	0.50	0.01	0.52	0.47
HFRI 股票对冲指数	0.01	0.45	0.64	1.00	0.35	0.81	0.03	0.95	0.61	-0.01	0.72	0.69
HFRI 股市中立指数	0.15	0.28	0.20	0.35	1.00	0.29	0.11	0.32	0.28	0.19	0.16	0.15
HFRI 事件驱动指数	-0.02	0.54	0.81	0.81	0.29	1.00	0.17	0.89	0.59	0.01	0.69	0.67
HFRI 固定收益套利指数	0.06	0.18	0.31	0.03	0.11	0.17	1.00	0.13	0.17	-0.08	-0.03	-0.12
HFRI 基金加权指数	0.02	0.51	0.75	0.95	0.32	0.89	0.13	1.00	0.67	0.00	0.75	0.72
HFRI 宏观指数	0.49	0.39	0.50	0.61	0.28	0.59	0.17	0.67	1.00	0.32	0.41	0.39
雷曼政府/高信用债券指数	0.34	0.16	0.01	-0.01	0.19	0.01	-0.08	0.00	0.32	1.00	-0.05	0.01
MSCI 全球指数–净值	-0.06	0.26	0.52	0.72	0.16	0.69	-0.03	0.75	0.41	-0.05	1.00	0.94
标准·普尔 500 指数	-0.08	0.28	0.47	0.69	0.15	0.67	-0.12	0.72	0.39	0.01	0.94	1.00

来源：Mayer & Hoffman。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

克雷戈·克尔伯格

(Craig Colberg)

Rivanna Partner 基金共同创始人及联席董事长

Rivanna Partner 基金公司，是由 Rivanna 资本公司的创始人克雷戈·克尔伯格(Craig Colberg)和杰克·索伦森(Jack Sorensen)于 2003 年 1 月创立的，其定位是小盘、价值型 ELS 基金。尽管当时许多投资者对他们充满了质疑，但 Rivanna 基金的业绩却是骄人的：他们 2003、2004 两年的收益率分别达到了 45.6%和 21.7%。Rivanna 基金与罗素 2000 指数的相关系数是 0.41，正是在这个相关性下 Rivanna 基金取得了上述业绩。到 2005 年，Rivanna 基金管理的资产达到 1.57 亿美元，增长了 14.2%，高于当年 HFRI 股票对冲指数。

我们常常可以把成熟精明的投资者与稚嫩迟钝的投资者区别开来，良莠易于甄别，Rivanna 基金无疑是佼佼者。山姆·克西纳(Sam Kirschner，下文简称SK)与克雷戈·克尔伯格(Craig Colberg，下文简称CC)面对面坐下来，通过访谈，我们希望能够找出 Rivanna 基金的过人之处。

⇑SK：好的，我和克雷戈·克尔伯格坐在了一起，在他的桌子上我并没有看到魔法师用的那个万能水晶球。

➡CC：(笑)我们把水晶球放在后面的办公室里了。

⇑SK：我相信这一点。在这个如此残酷严峻的市场中你们取得了这样出色的业绩，你们肯定有制胜的“水晶球”，是吗？

➡CC：呵，我们也希望能够这么容易，但世界是现实的，我们的工作很艰难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK：当然，可是如今有那么多的基金经理也在努力工作，而他们却没能做得和你们一样好。所以我们想了解一下你们在 Rivanna 基金是如何工作的，你能描述一下你们的方法技巧吗？

➡CC：我们的目标是在所有的市场环境下，取得正的绝对回报率，尽可能地降低组合的波动性。我们希望能够为我们的客户带来 15~20%的回报率，我们认为这个水平应该是所有对冲基金都应该做到的。我们希望能在市场下跌时保护好我们的投资者，甚至是在下跌时也能让他们获利。

⇑SK：所以，你们就按这个要求设计了你们的投资组合。

➡CC：是的。目前我们的投资组合非常接近市场中性。实际上，我们现在是稍微的净空头寸，而且已经保持一段时间了。当你回头看一下我们基金的历史，就会发现，在我们存在的多数时间里，我们空方的值更高一些。如果考虑到这一点，虽然我们有一个名义的净多头寸，但整个组合实际上却是略微的净空头寸的。目前，这个值大约是 5%。

在略微的净空头寸的情况下，在这一点上，我认为我们在下跌的市场中做得最好。当所处的市场下跌时，我们就可以从空方得到大量补偿。在下跌的市场中，我们已经取得了相对显著的绝对回报。

⇑SK：那你们采取了什么行动来增强你们的竞争优势呢？

➡CC：我们在金融信息和资料文件上花费了大量时间。通过这些信息和资料，而不是他们管理层说的那些，我们可以更好地判断公司的真实情况。我们也会和公司沟通，我们约见过多方头寸中大约一半的管理层。

另外，你要乐于去做反向操作。有时这需要勇气，而在另外的场合又要确保你不能过于贪婪。除非采取反向操作，否则你不可能赚到钱。我认为，在对冲基金业中，这个是必不可少的。

最后，当然对于我们的成功来说也是非常关键的，就是我们大约有二十几个大屏幕，它们能方便、快捷地为我们提供买卖信息。这些可都是我们的专有资源，它们集中显示了自由现金流量、下一季度的改进公告、有形资产账面价值和最近的价格波动等信息。在空方，我们主要搜寻那些仅有较少或者没有资产保护的、杠杆率过高的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK:这听起来不错。但事实上,你刚才所提的这些,别的基金也在做或者也正在努力去这样做。

➡CC:对,你说得没错,但我们也很重视其他一些方面。当我们做多时,我们就需要一个衡量标准,而这个标准应该是可预测的。不仅是通过现金流量,我们也想获知其他一些关于内在资产的信息以支持我们的做多决定。换句话说,如果市场上有利空或是失望情绪,有什么可以支持这只股票呢? 这也是我们经常反问自己的。公司什么形式的资产能够确保他们的股票免受其害呢?可能是现金,可能是不动产,也可能是其他一些什么东西,比如说可能是他们所拥有的长期合同。举个例子,如果你是一位优秀的经营者,你的合同期可以达到5~15年;但如果你的经营一般,你的合同可以是5年期的,但续签率应该较高。你也了解,要得到这些信息比较困难,它们不会像账册上的有形资产信息那样容易获得,但是对我们来说,这些资料是非常重要的。

⇑SK:可预测的? 你是否能给我们举个例子来说明一下?

➡CC:比较好的案例是Alderwoods集团,美国最大的殡仪和庆典经营公司之一。我们是在大屏幕上搜寻自由现金流量和资产价值时发现这家公司的,我们对Alderwoods有一个多头头寸。在过去几年里殡仪业一直不景气,在行业内存在"卷进"策略(roll-up strategy)(也就是同时买下同一行业中众多的小企业),实际上,其他很多公司都支付了过高的买入价。作为一个低速增长的行业,它们不可能摆脱这些问题。所以,它们的资产负债表上左方都有大量的负债。

在Alderwoods案例中真正吸引我们的是，这家公司拥有一个14%的自由现金收益率。当时股价大概是9美元,我们对此很感兴趣,Alderwoods很快就成为屏幕上我们选中的100家公司中的一员。同时我们也注意到,在那个屏幕中还有几家殡仪行业的公司，这实际上就意味着这个行业面临了很大的压力。把过去十年的状况做成图表将一目了然,你可以发现这些股票在某种程度上已经显著地被高估了。但更重要的是,我们注意到,Alderwoods公司一直处于减债之中。

所以我们注意到,Alderwoods不但拥有一个极富吸引力的名义自由现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率，而且他们还一直在减债。几年之前他们账面上大约有 9 亿美元的负债，但在一年前我们第一次关注它时，其负债水平已经降到了 6 亿美元的水平了。这样，它们的行动就表明，减少债务是作为他们公司的一项政策来执行的。

⇑SK：对你们来说，这是一个好的信号。

➡CC：非常对。当我们在一年前关注它时，我们发现他们每个季度减少 3000 万美元的债务负担。另外，它们以 8000 万美元出售了一项保险补助，然后利用这一收益来减少其债务。所以，在一年的时间里他们的债务从 6 亿美元减少到 4 亿美元，他们的股价也从 9 美元涨到了今天的 16 美元。他们还在继续减少他们的债务，如今它的市值已达到 6.5 亿美元。

⇑SK：那长期合同起到了什么作用呢？

➡CC：一般而言，我们衡量这个行业公司的健康度主要是看它的“生前契约”(preneed)销售量。人一般都是在离世之前准备好后事，但辞世之前还不能确认殡仪公司的收入。生前契约业务占了公司业务量的 70%，这是他们的未完订单。这 70%的业务在资产负债表上是不列为资产的，但对我们来说，这却是不得不考虑到的一笔雄厚的资产。

⇑SK：现在你们还持有 Alderwoods 的股票吗？

➡CC：我们仍在持有，但数量少了一些。我们的原则是经常削减头寸，减少持有那些我们已经获利的股票。

⇑SK：为什么要这样做呢？

➡CC：我认为，这就是我们行事的特点。当你已经获利，我们认为最重要的应该是降低风险而不是增加风险。当你持有一只股票，并获得良好收益时……那么就不应该再买入了，应该减持了。这就回到我刚才说的，不能太贪婪。

⇑SK：还需要怎样做来管理风险呢？

➡CC：首要的就是要保持一个集中的投资组合。在任何时点上，我们多方都保持 15~30 个头寸，同时空方也是如此。所以我们只是在力所能及的范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围内跟踪股票。

⇑SK：你们对每一个单独头寸都有一定的限制，是吗？

➡CC：是的。我们多空两方的暴露分别限制在8%和4%，我们运用证券交易所交易基金（ETFs）来对冲行业和市场暴露，而且依据市场条件来调整总风险暴露水平。

⇑SK：你们有一个自动止损机制吗？

➡CC：没有，我们没有使用自动止损。别忘了，我们的投资组合是集中的，目前在组合中我们总共只有45只股票。我们可是用三只眼睛盯着这45只股票，虽然每时每刻都有着大量新信息的涌现，但是没有什么能逃得出我们的视线。我们认为我们的资金是安全的，我们并不十分在意市场风险，我们关注更多的是公司特定风险。

⇑SK：你能否为我们举个例子？

➡CC：那我就举珠宝零售商弗里德曼公司（Friedman）的例子吧。实际上我们在2003年就买入了弗里德曼公司的股票，后来又卖掉了，此后股价显著高涨了。他们在16美元的价格上进行股票增发，我们注意到在这个价格上他们有一个大幅回调，所以这个公司又进入我们的大屏幕，因为他们在账面上还拥有一个较高的有形资产价值，弗里德曼公司就成为我们考虑的多方目标。但是我们持有的股票是不含投票权的，公司的发起人才拥有投票权股票，这也一直是我们关心及忧虑所在。

在持有这个头寸之后的几天里，美国司法部宣称他们就贷保纠纷，正在向弗里德曼公司及其他几家公司提出诉讼。更糟糕的是，投资者不久就发现，弗里德曼公司持有50%股权的一家子公司并不像股东们以前所认为的那么健康，而弗里德曼公司那个所谓的董事会（董事全是他们自己人，享有投票权的只有他们公司的创始人）同意由母公司救济子公司；而且由于子公司的决定权掌握在弗里德曼公司创始人和高层手中，其中的利益冲突更为明显。我们就以5美元的价格卖出了弗里德曼公司的股票，这使我们的损失超过了1%。弗里德曼公司最后破产倒闭了。

教训是惨痛的。这也是公司特定风险的一个典型案例了。这种风险很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是源于公司的管理问题，就如刚才所说：虚设的董事会，股东没有话语权。所以我们一定要细心，要掌握好头寸大小。

⇑SK：很好的一个商界故事。这次失败的交易有没有给你们带来一些改变呢？

➡CC：有的，我们自那以后就不再投资于没有投票权的股票了。

⇑SK：非常感谢你能很坦率地给我们讲你们遭受损失的例子。但我们想以一个让人快乐的事情结束我们的访谈，给我们讲一个你们成功的案例吧。刚才你举了 Alderwoods 的例子，介意给我们介绍一个做空头成功的案例吗？

➡CC：没问题。我说一下 Lexmark 吧。他们生产打印机和油墨，并主要靠油墨来赢利，在很长一段时间里，它们都能轻而易举的获利，这样就支持了他们整个公司。我们曾经在好几个月里做空这只股票，可市场却与我们背道而驰。丰厚的利润同样带来了大量的竞争，这些竞争既有来自像 Office Depot and Staple 这样的私人公司，也有来自零售方面，比如网上购物技术等。

在今年（2005年）第一季度，我们看到了第一个打击，由于竞争，他们的利润空间被大大挤压。但 Lexmark 还是一家受人喜爱的公司，它有很多忠实用户，而且购买建议很多。我们认为利润的增长最终会面临我们怀疑的那些压力，于是就进行了反向操作。再次地，在起初的头寸获利后，我们就减持并减少了我们的风险。

⇑SK：很明显，这种交易是你们典型的做法。在美国这次盘整阶段行情中，Rivanna 基金再次取得了骄人业绩（2005年增长14.2%）。

➡CC：呵呵，我们希望能够保持下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

方向性策略：管理期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

方向性策略的第二种是管理期货，像商品交易顾问（以下简称CTAs）这样的职业资金经理人就经常使用这种策略，CTAs通过商品市场、期货市场和期权市场来管理他们客户的资产。管理期货可以在全球市场上进行所有资产种类的交易，他们可以在100多个不同市场上同时建立多方头寸和空方头寸。尽管很多像HFRI这样的优秀数据库并没有包含管理期货，但该策略的重要性是显而易见的，甚至有人认为这是对冲基金组合的必要组成部分。根据CTAs的主导数据库巴克莱集团（The Barclay Group）提供的数据，该策略管理的资产已从8年前的330亿美元增长了3倍，到2005年已超过1300亿美元。

除了投资于单个的管理期货基金，投资者还可以投资于管理期货指数基金，比如卢卡斯管理公司（MLM）旗下的MLM基金，该基金在200个不同的期货市场上对固定收益证券、商品和货币进行投资。

这种策略的魅力何在呢？简单的说就是分散化。管理期货已经显示出与大多数传统资产，甚至是其它对冲基金策略之间相对不相关的特征，这样他们就可以在几乎所有的组合配置计划和对冲基金组合中提供分散性了。国际证券和衍生产品市场中心（以下简称CISDM）就发现，在1990~2004这15年里，一个相同权数的CTAs组合（CISDM CTA美元加权指数）与标准·普尔500指数、美国债券市场和CISDM对冲基金综合指数的相关系数分别是-0.10、0.29和0.19。我们的研究则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明，管理期货的业绩表现和股票差不多，但波动率较低，其与标准·普尔500指数、美国债券市场的相关系数分别是-0.08和0.34。

1983年，哈佛大学的约翰·林特纳（John Lintner）教授发表了一份具有里程碑意义的的管理期货基金研究论文。尽管林特纳只研究了3年的业绩表现，但他仍得出了有意义的结论：在股票（或股票和债券）的混合组合中引入使用杠杆的管理期货投资之后，在期望回报的每一个可能水平上，其风险都明显低于没有引入的情形。之后，把期限扩展到7年和15年的研究也都得出了和林特纳一样的结论。

表3.1显示了各种资产种类与包括股票、债券、对冲基金和管理期货的投资组合在12年间的业绩表现。仅仅由股票和债券组成的投资组合，与即使只是引入很少量的管理期货的投资组合相对比，后者已经能够提供更高的风险调整回报率了。在表3.1中，在绝对回报和风险调整回报率两个指标方面，组合3都是表现最好的，它的构成是这样的：36%的MSCI全球指数、36%的雷曼政府/高信用债券指数、18%的HFRI基金加权指数和10%的CISDM CTA资产加权指数。我们的研究也验证了CISDM关于15年的管理期货的研究结论。

表3.1 不同资产种类和投资组合的表现（2001.1~2005.12）

	年均回报率	年均标准差	夏普比率
HFRI基金加权指数	11.56%	7.05%	1.08
雷曼政府/高信用债券指数	6.35%	4.50%	0.54
MSCI全球指数	7.95%	13.83%	0.29
CISDM CTA资产加权指数	8.01%	8.54%	0.48
组合1（股票和债券）	7.18%	7.75%	0.42
组合2（股票、债券和对冲基金）	8.23%	7.24%	0.59
组合3（股票、债券、对冲基金和CTAs）	8.94%	5.49%	0.91

组合1=50%MSCI全球指数+50%雷曼政府/高信用债券指数
组合2=40%MSCI全球指数+40%雷曼政府/高信用债券指数+20%HFRI基金加权指数
组合3=36%MSCI全球指数+36%雷曼政府/高信用债券指数+18%HFRI基金加权指数+10%CISDM CTA资产加权指数
来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理期货取得了更低的标准差和更高的夏普比率，这样好的业绩是如何取得的呢？在第一章我们已经讨论过了，投资组合理论提供了最简单的解释，有效的投资组合应该在彼此之间仅存在较小相关性或者是负相关性的资产种类之间进行分散化配置。在我们的例子中，由于管理期货与标准·普尔500的相关性是负的，与雷曼债券的相关性又极其小(相关系数约是0.3)，这就使得其与股票和债券的组合非常有效。另外，管理期货与本就已经分散化的其他对冲基金策略之间的相关性也极低。伦敦城市大学卡斯商学院的哈里·凯特(Harry Kat)教授对于这些资产种类7年的表现进行了研究，他强调指出“投资于管理期货比只投资于对冲基金，能更大幅度地改善投资组合中的总风险组合状况”。

管理期货交易及投资策略

虽然管理期货与股票、债券和其他一些主要市场的相关性较小，但它们取得丰厚的回报还需要依赖于交易员的技术和策略，交易人员还得依靠复杂的交易模型来决定他们的买和卖。交易人员主要分为两类：系统型和随机型，每一类都可进行长期、中期和短期，或者三者混合的交易。

系统型

CTAs大部分是系统型交易者。这些管理人开发了一些专用模型来指导他们在不同金融市场上的行为，这些模型有的是顺趋势型，有的是逆趋势型，还有的是两者的混合。大多数的模型是基于历史价格数据和/或基本的经济变量而设计的，有时也被称为“黑盒子”，它们能够提供一些辨别分析模式，使得管理人能够掌握潜在的价格和波动趋势，而这些可能是更长期趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和可交易趋势的先兆。

杜恩资本管理公司的创建人比尔·杜恩(Bill Dunn)博士是一位长线、严格的系统型交易者。比尔·杜恩是西北大学的理论物理学博士，他在1984年开发了世界货币资产(WMA)系统，这个系统是一个大交易量、长期、顺趋势型的模型，典型特点是其包含了一个转向操作模块。杜恩解释说："我们建立一个头寸之后，不管是多头还是空头，一旦我们的系统支配我们关闭这个头寸，我们能自动地建立一个相反的头寸。比如我们的多方停止了，我们能立即建立起空方头寸来。这就是反转机制，其依据是市场如果不上行就会下跌，如果不下挫就会上涨。这样我们就不会身处市场之外，有了WMA系统，我们永远不会是局外人。"在不考虑合同滚动的情况下，WMA系统指导的交易的平均期限是3~4个月。WMA的长期交易记录令人钦佩，1989年5月到2005年10月，其混合年均回报率是15.4%，而同期标准·普尔500的回报率是10.99%，它们之间的相关系数是-0.1。

杜恩资本管理公司还使用机会目标系统(TOPS)。"TOPS同样是长期型模型，但它不是反转系统，"杜恩说，"如果从统计上有意义的角度看，系统中的特定模式一旦在实际中发生了，那就意味着将要发生一些重要的价格变动了，在这个基础上我们要建立头寸。TOPS含有很多风险控制。如果交易是错的，我们能很快的退出；如果交易是正确的，我们就有了一个系统提供的价格目标。一旦达到目标，我们将会获利，然后我们就会离市。对于任何期货，我们都有大约40%~45%的时间在场外，在场外期间我们关注着场内的变化，寻找机会。所以我们这两个模型系统交易方面的工作原理不同，但它们之间的相关系数高达0.8左右。"1989年5月到2005年10月，TOPS混合年均回报率是17.0%，同期标准普尔500的回报率是10.99%，它们之间的相关系数是-0.06。

"长期顺趋势型，"杜恩继续说，"已经显示了强大的生命力。它不可能让你逆市而行。我们的模型不会指引我们在低价买入，然后看着其价格走得更低。但是，世上没有免费的午餐。有时候我们会在最低谷之后买入，也可能会在最高峰之后卖出，这就是我要交的学费。这就是一场游戏，趋势是你的朋友，只有主要的趋势才能使你显著获利。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随机型和混合型交易者

恰如其名，随机型和混合型交易者并不盲目地遵循他们的模型，而是预留了机动的空间。随机型交易者和系统型交易者不同，他们依赖于个人的理念、交易经验，或者是凭着自己决定进出市场的直觉。

“我并不是这样的，”杜恩笑着说，“当然有一些人具有这种技术，他们和我们一样了解市场所有的技术层面，而且他们对时机的把握有很好的感觉，这样的投资交易天才有Caxton的布鲁斯·科沃纳（Bruce Kovner）和鲍尔图德·琼斯（Paul Tudor Jones），他们都获得了极大的成功。他们了解顺趋势型的所有知识，洞晓其他所有的技术工具。他们对这些都了如指掌，而且还把这些同其他的技术融合在一起，他们的工作了不起。”

除了系统型和随机型，还存在一种把二者进行混合的类型。白兰地资产管理公司（Brandywine Asset Management，BAS）的创始人迈克尔·代沃（Michael Dever）是一位系统型交易者，但他同时还使用随机型的策略。我们在本章最后有对迈克的采访。

金融期货项目（FFP）是白兰地公司最新的基金之一，这个基金开发了一个特别的模型来进行主要世界货币市场的交易。图3.1显示了澳元的下跌趋势，澳元在2004年5月17日达到了短期的谷底。白兰地公司的基本套利策略就成了做多澳元，随着澳元兑美元的反弹，他们在5月底和6月获得丰厚利润。在市场走低趋势如此明显的情况下，他们为什么敢于做多呢？答案就在于代沃的基本套利策略认为，尽管期货合同显示了价格的下降趋势，但货币的现货价格却预测期货价格将会升高。白兰地公司的研究表明，随着时间的推移，市场上货币的现货价格比当日的期货价格能更好地预测未来现金的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3.1

澳元兑美元汇率



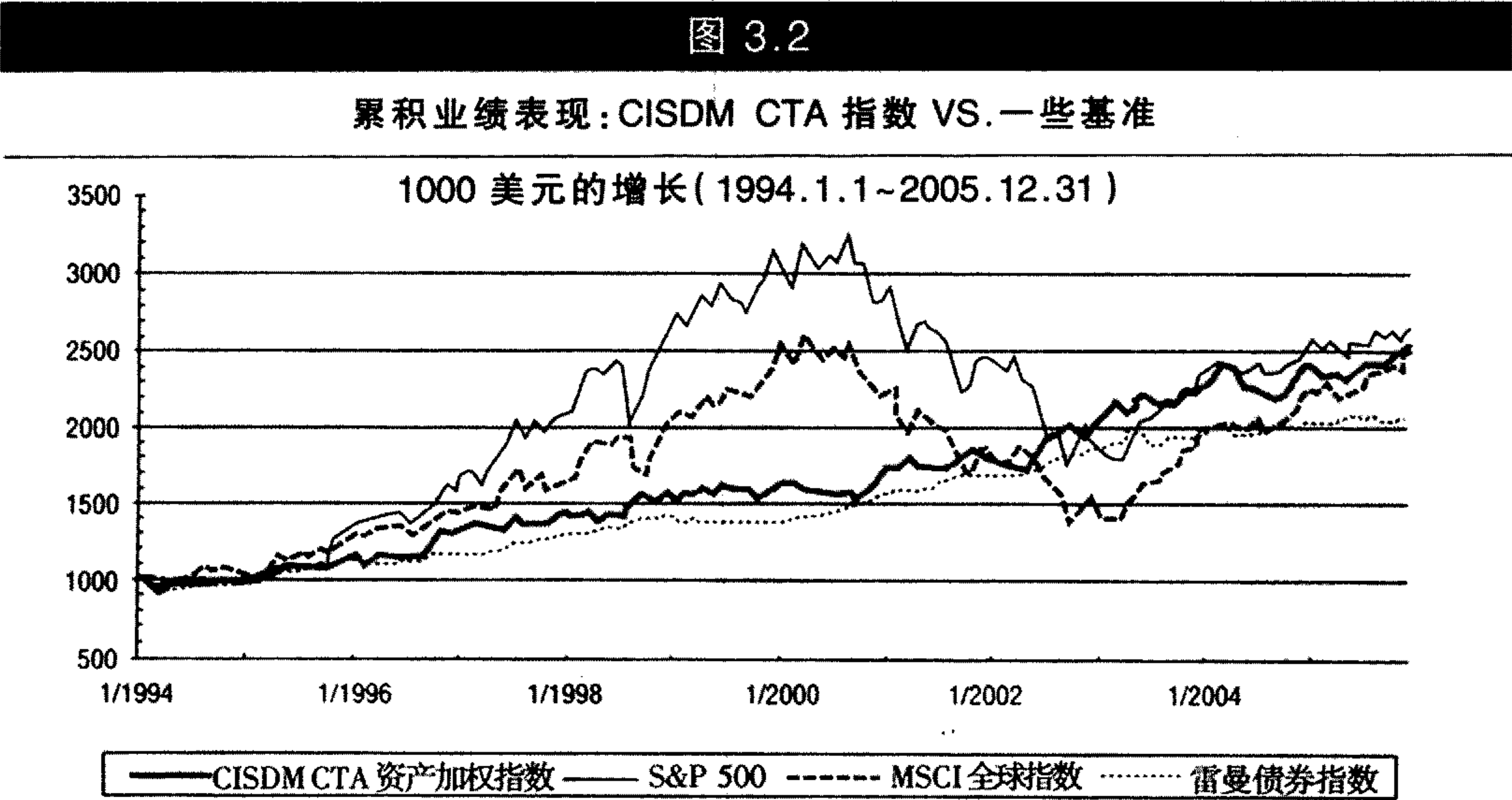
来源：eSignal，Brandywine Asset Management。

业绩表现

图 3.2 显示了 1994~2005 年，CISDM CTA 资产加权指数与其他一些资产基准的累积业绩表现对比。管理期货业绩略低于国内股票，略高于全球股票，但它的夏普比率却高于它们，这主要是因为其波动性显著低于后者。

图 3.2

累积业绩表现：CISDM CTA 指数 VS.一些基准



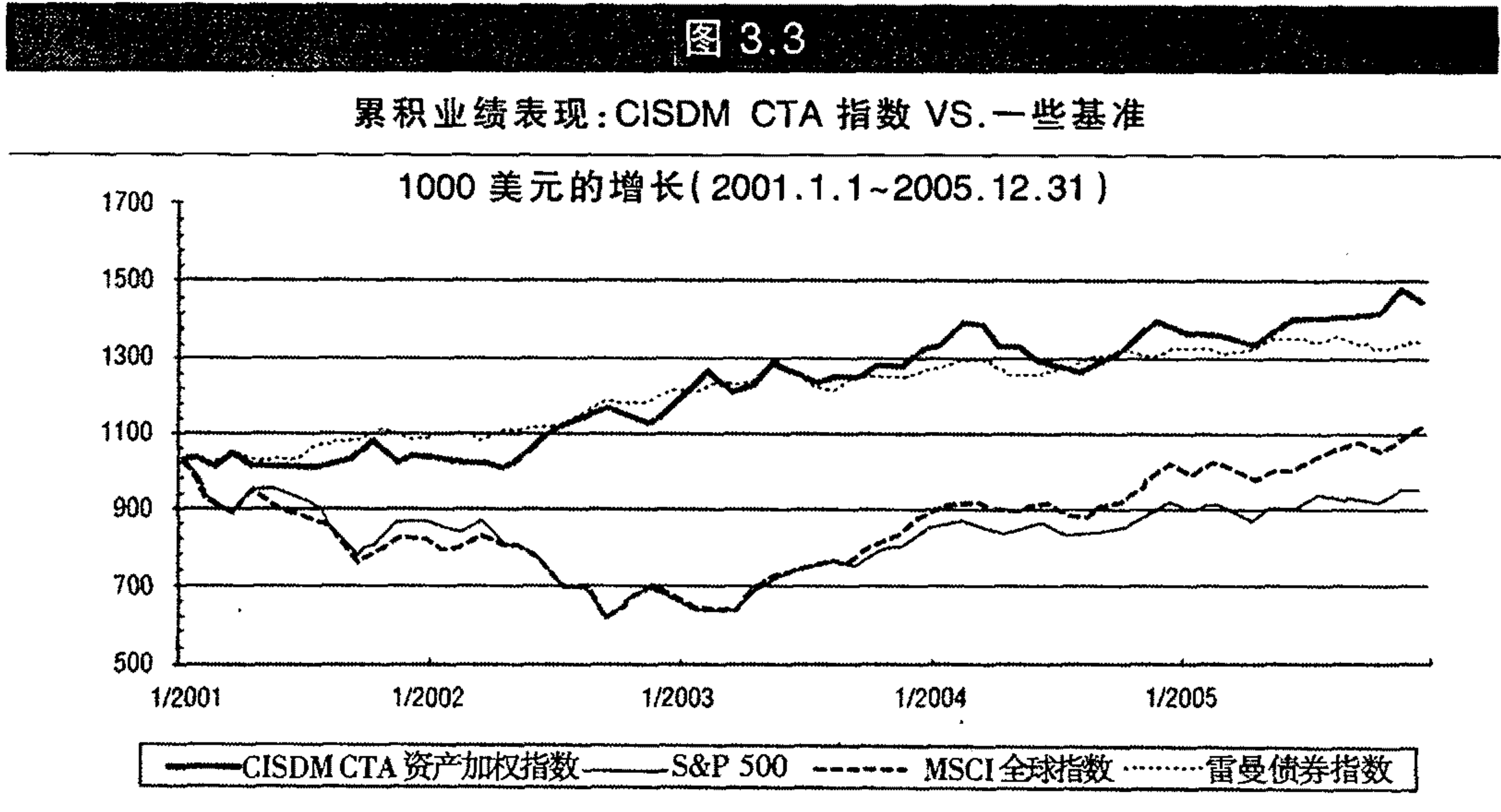
资料来源：Mayer & Hoffman，CISDM，PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理期货是如何度过最近的熊市的呢？我们针对最近五年的一项研究表明，在绝对回报和风险调整回报两个指标方面，CISDM指数都优于债券和股票。在2001~2005年间，CISDM指数的年均回报率为7.72%，夏普比率是0.66，而同期标准·普尔和MSCI全球指数的夏普比率却是负值。标准·普尔在2000年达到了历史最高点，而CISDM CTA资产加权指数却在不断的刷新历史新高。图3.3就显示了最近这5年CTA资产加权指数与其他一些资产基准的累积业绩表现对比。

图 3.3

累积业绩表现：CISDM CTA 指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman，CISDM，PerTrac。

在最近的市场周期中，看待管理期货策略的另一种方式是测量它们对其他资产组合的影响。我们研究了2001年1月1日到2005年12月31日之间，股票、债券、对冲基金、管理期货和几种资产组合的业绩表现。表3.2就显示，在熊市中，股票、债券、对冲基金和CTAs的分散化组合（组合2和组合3）在绝对回报和风险调整回报率方面都是表现最好的。比如，我们假定的组合3构成如下：36%的MSCI世界指数、36%的雷曼政府/高信用债券指数、18%的HFRI基金加权指数和10%的CISDM CTA资产加权指数。我们的研究也验证了CISDM对2000~2004年的研究结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.2 不同资产种类和投资组合的表现(2001.1~2005.12)

	年均回报率	年均标准差	夏普比率
HFRI 基金加权指数	8.00%	5.20%	1.10
雷曼政府/高信用债券指数	6.10%	4.86%	0.79
MSCI 全球指数	2.18%	14.67%	-0.01
CISDM CTA 资产加权指数	7.72%	8.25%	0.66
组合 1(股票和债券)	3.86%	7.09%	0.23
组合 2(股票、债券和对冲基金)	4.96%	6.41%	0.42
组合 3(股票、债券、对冲基金和 CTAs)	6.40%	4.53%	0.91

组合 1=50%MSCI 全球指数+50%雷曼政府/高信用债券指数
组合 2=40%MSCI 全球指数+40%雷曼政府/高信用债券指数+20%HFRI 基金加权指数
组合 3=36%MSCI 全球指数+36%雷曼政府/高信用债券指数+18%HFRI 基金加权指数+10%CISDM CTA 资产加权指数
来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

优 势

我们已经谈及了管理期货的三个主要优势：投资于全球市场的便易性；分散化；低组合风险。我们引用的纵向历史研究也已表明：在股票和债券组合中引入 CTAs，可以提高最终组合的风险调整回报率。但是，投资于管理期货还有另外两个优点：可以作为不利宏观事件的保险政策；可以为其它对冲基金策略组合提供分散化。

在重大宏观事件发生时，在 CTAs 上的投资可以作为一项保险性的政策。比如说，石油供应发生了大量中断，石油和天然气价格会不断冲击新高，这样就给期货交易商带来了千载难逢的机会，而那些只做多投资者和其他一些对冲基金策略就要遭受损失了。另外一个例子是，“9·11”及其之后发生的向品质靠拢(flight-to-quality)使得股价暴跌，很多交易商就通过债券期货和期货期权而获利。

如果美元这个世界主要的储备货币，因为美国逐步扩大的贸易逆差而大幅贬值，我们来进一步研究将会出现什么后果。很可能的情形是利率上升，股价下跌，金价上涨，经济陷入衰退之中。这样的环境下，很多 CTAs 将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会赢利。在对股市不利的环境下，有很长的历史记录显示 CTAs 的表现优于股票。比如，在 1990 年 1 月 1 日到 2004 年 12 月 31 日这 15 年中标准·普尔 500 表现最差的 48 个月里，包括系统型和顺趋势型的 CISDM 指数与标准·普尔 500 两者的是负相关的。和在股市低迷期与股票也是负相关的雷曼债券指数一样，CTAs 也成为一个躲避全球股市风暴袭击的避风港。

第二点，管理期货可以作为其它对冲基金策略组合的分散因子。表1.3显示，和股票多头/空头与事件驱动型两种主要对冲基金策略不同，CTAs在2001~2005年间与股票是负相关的。那么，CTAs与其它对冲基金策略之间的相关性如何呢？答案是相关性非常小。在第二章中我们使用了一个图表来显示所有主要对冲基金策略之间的相关系数，我们发现，CISDM CTA指数与其他策略轻微负相关、轻微正相关或不相关，其中它们与HFRI基金加权指数的相关系数是0.02。唯一的例外是与全球宏观策略的相关性，两者相关系数为0.49，但这不足为奇，因为这两种策略都投资于相似的全球市场。相关性的这种特征就有助于解释表3.1和表3.2中显示的结果，即在包含另类资产和传统资产的组合中引入管理期货，将能提供额外的分散性、降低波动率，并提高风险调整回报率。

劣 势

管理期货存在三种主要的劣势：保证金要求、显著下降和羊群效应。保证金与股票的比值一般介于5%~20%，如此少的资金就能支持一笔交易，所以当商品市场发生了意料之外的变化之后，就会带来意外的、非常痛苦的增加保证金的要求。

对于大多数的CTAs，下降都可能而且确实会发生，因为趋势追随型投资者会遭遇长期的盘整阶段，显示不出清晰的趋势。比如，杜恩资本管理公司经受了34个月的下降。“这次下降在过去30年里是最长的一次。”比尔·杜恩说。当然，杜恩资本管理公司并不是遭受这次不景气的唯一的基金。“当你做得不好时，”他说，“人们就问了，‘市场是不是发生改变了？’通常我们会回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答说，相对于我们的模型，没有发生变化。从一开始我们所使用的模型公式就是基于短期而非长期，但话又说回来，如果我们有一个主要长期趋势的模型公式，也许就不会遭遇如此长时间的下降了。”

第三个主要风险在于如此多的基金都在遵循同样的趋势，这么多的CTAs使用的是相同的数据，羊群效应就会发生。比如说，对所有的商品交易商来说，要做多铜的提示信息几乎是一样。如果铜价处于上涨趋势，那么大多数CTAs就会入市，其中有很多还会持有较大的头寸。如果趋势发生了逆转，交易商同时竞相卖掉或是平仓，问题就出现了，而且保证金的大量耗用会进一步恶化这个问题。后果会非常严重，而且可能会非常快速地发生。这样的遭遇发生在了1980年的白银交易商身上，当时银价从50美元/盎司急剧下跌到6美元/盎司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

迈克尔·代沃

(Michael Dever)

Brandywine 分散化期货项目创始人及总裁

一谈及对冲基金，迈克尔·代沃(Michael Dever，下文简称MD)就满怀激情了。正如山姆·克西纳(Sam Kirschner，下文简称SK)观察到的，代沃被市场中的竞争所吸引，他要寻找正确的投资策略及其组合，使自己在竞争中立于不败之地。25年的从业岁月看起来好像仅仅增加了他对这个游戏的胃口，他要为他的投资者带来更大的回报。代沃于1999年6月创立了白兰地联合基金，该基金从设立到2005年11月30日，其年均回报率达到了12.49%。

白兰地公司在它的盘口中已经加入了一只股票市场中性基金和一些管理期货项目，设立于2004年6月的分散化期货项目（Brandywine Diversified Futures Program)就是其中之一。分散化期货从其成立以来已经取得了7.6%的年均回报率，同期它的子项目——白兰地金融期货项目取得了高达21%的年均回报率。分散化期货项目基本基于系统型交易策略，对金融期货和商品期货充分分散化的组合进行交易。金融期货项目在超过50个最具流动性的金融期货合同上进行交易，同时控制在适度的波动率上。

⇑SK：迈克，我很渴望能和你谈谈Brandywine 和你所使用的策略，因为你已经使用这些策略取得了示范性的作用。但是在我们谈论这些之前，我更想知道你是如何开始对冲基金生涯的。我是说，一定存在某些东西，使你在这个艰苦的市场中保持了新鲜感。

➡MD：不错，这的确是个艰难的市场，但是我喜欢它。我曾经对数学、科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技和商务都非常感兴趣。那是在1979年，当时黄金市场开始出现泡沫，我那时开始了我的基金生涯。我确实是非常想进入，我卖掉了汽车，筹集到几千美元，然后开始买入黄金期权。

⇑SK：*你卖掉了你的车子？*

➡MD：我想我要去某个地方，通过黄金期权应该更快些，所以我进入了这个领域。很快，我就认识到这个糅合数学、科技和商业的行业是个伟大的领域。这太迷人了，即使是在25年之后的今天。不管怎样，我开始为我自己进行交易活动了。慢慢地，在20世纪80年代，在一系列磨合之下，我开始开发一些不同的策略以及不同特定市场的系统。但一开始，我并没有真正依赖于这些系统，我不是完全信赖它们，虽然我也知道它们正在运作着。

直到20世纪90年代初期，我真正开始对一个总体交易方法进行系统化，到那时，我才对我的方法充满信心。我设立了一个完全分散化、完全系统化的期货项目，并开始招揽客户。1996年，我也开始了股票交易。

⇑SK：*然后这些促成了Brandywine的建立？*

➡MD：是的。我们决定把所有的项目都归为一个产品，这就是我们的Brandywine联合基金。

⇑SK：*你怎样描述这只基金呢？*

➡MD：这是一只机会型、多重策略型、系统型的基金。这只基金的一个子项目，Brandywine分散化期货项目，是我们最为分散化的管理期货项目。它可以在大多数的市场中，采用大部分的策略进行交易。我们提供的其他管理期货项目都是他的集中子集。我们的一些客户可能只需要金融类资产组合，所以我们就开拓可以进行分散化期货投资的金融市场，设立金融期货项目。另一种方法就是建立进取型基金，其使用的杠杆三倍于标准水平，所以这个对于机构投资者来说的的确确是一个现金效率型产品。和投资于名义的、有管理的基金不同，他们能在基金中使用同样的杠杆水平。

但是，你也是知道的，还存在一些系统型和机会型投资者。但对于我们来说，就只需做一件事情来满足他们的要求，那就是多重策略，即我们可以使用多样的、基本的、系统型策略。基于很多原因，我们信任这种方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK：我非常想问你这方面的问题，但我们先退一步。你是怎样开发一个策略呢？我是指一个单一策略，这之后我们再讨论多重策略的问题。

➡MD：好的。基本上我们都在使用科学的方法。我们会先提出一个假设，然后去检验它。我们可以对其进行量化处理，这样就可以看看在一系列数据设定下策略的有效性了。如果这种策略看起来比较稳健，我们就准备进入科学方法的预测阶段；然后我们就在实际的交易中对它进行检验。为研究和检验这种理论，我们花费了大量的时间和精力，所以我们对原始假定的合理性与逻辑性充满信心，而且其已经被合适地量化处理过了。然后，我们就生成了一个系统，一个策略，而且在日常变动或参数选择方面没有掺入持续的人为判断。

唯一持续的人为判断就是策略正确性的判定。这个判定并不是一个经常会改变的东西，它的改变可能需要几年甚至会是一代的时间。这些策略在长期内很多都是高度持久稳定的，而其他的策略就是较短时间的。

⇑SK：你能给我们举个例子吗？什么是稳定性的策略？什么又是短暂的策略？

➡MD：好的，让我们看一下趋势追随型策略，这种策略在其他期货管理人中是被广为应用的一种首要系统型方法。一个系统型的策略就是一个高度持久策略的例子，因为这是建立在人性基础之上的。人们在趋势出现时追随趋势，这又使得这种趋势可以长久保持下去。我们经常都是这样的。

短暂的策略就是盯住当天的市场，比如说，原油价格在周存货报告公布之后会有反应，这样的报告在3年前并不会对市场有什么影响，但如今其影响很大，所以基于这种概念之上的策略都是短暂的。

和这相反的是另一种基于报告型策略：柑橘业的产量报告。那种策略在今天和在25年前我开始交易时是一样有效的，这个报告就在市场上有一个更为持久而稳定的影响。

⇑SK：太棒了。现在谈谈多重策略吧，你们使用了几种策略？

➡MD：我们在约100个不同市场使用着超过三打的相互独立的策略。所以我们总共可能有400~500个市场策略联合体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK：这么多啊。

➡MD：相对于其他管理人来说，这个数目是挺多的。但是如果每一个策略都有一个长期正回报，它们带来的分散化就能在各种市场环境下保护我们。每一种策略都有一个最适合的环境。我们有的策略是基于基本生产成本数据，采取逆趋势操作，在市场走低时建立多方头寸。这种环境下，趋势跟随型策略就不能获利。我们还有一些其他策略，可以搜寻更长期趋势，或者寻找现金和期货价格之间较小的相关性。但是，每一种策略都是完全系统化的。唯一持续的人为判断就是对策略正确性的判定。

主要的事情就是运用抵销策略来控制风险。你会发现，当我们确实遭受损失时，经常是一系列不同策略间的互动影响并没有运作。当我们的很多策略在遭受损失时，它们的未来高回报的可能性却是更高。所以在给定时期存在一个下跌趋势时，我们认为，这会增加我们在未来的机会。当这样的损失发生时，我们可以很快的恢复并反弹。

⇑SK：你们的业绩记录支持了你的这种观点，但我很想知道：你们做出这些策略判断的时候，使用的是什么类型的数据？我不是单指某一项具体策略，而是指对于所有的策略，你们使用的是什么数据？

➡MD：作为基础的交易商，我们首先搜寻那些符合我们标准的任何机会，寻找符合我们合理、稳定假设的任何机会。这些信息可以来自各种渠道，比如我们的经验、我们的合同，或者是刚刚翻过的报纸，等等。

第二，我们也在寻找一些可重复的过程，有些东西是可以维持一个合理的时期的。第三，我们的交易策略必须能够进行系统化，这样他们就不会依赖于人为判断了，我们在交易中不能掺杂情感因素。如果我们哪天发现自己的交易是错误的，这其实并没什么，因为我们的系统是基于客观策略的，这种客观策略已经经受检测，并且这些检测已经和系统融为一体，而这个系统一直在正常运作。

⇑SK：这就像当你拧动车钥匙时，车内的汽油并不会影响你的感觉，车子还将发动起来一样。

➡MD：非常贴切。有了这三条指导准则作为我们唯一的约束，我们就能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够关注到一些基本信息、市场间的相关性及一些敏感指标，总之，使几乎所有能影响市场价格的信息都能尽收我们眼底。

关于基本信息——你刚才也问到了——当然会随策略不同而有所不同。大体上说，影响各种市场的报告可能有10或12个，比如美国劳工部的就业状况概览。你要想办法搞到商品市场的产量报告，其他一些原始的基本信息还包括一些供求指标，比如糖市场上的原料消耗率这样的数据，这些对市场参与者来说就是一个直接的概览。我们同样还关注市场间的相关性。一些市场会影响其它市场，也可能会成为其他市场的指针，比如金价就是债券市场的一个指针。所以我们搜集很宽泛的各种不同的报告，我们使用这些报告来开发我们因果型的策略。

⇑SK：你们非常关注实体市场，是吗？如果可以，你给我们举个实时行情影响策略的例子吧。

➡MD：当然。我们的很多基本策略都在寻找商品市场上的生产成本数据。正如你说的，这是实体市场。收获柑橘是花费成本的，将猪的腰部瘦肉推向市场也是需要花费成本的。日复一日，这些成本都会相对稳定下来，所以市场上会存在一个谷底。一般说来，价格低于生产成本的时间不会持续太长。所以当市场价格下降到接近于生产成本时，我们认为价格不会继续下跌而是会反弹，我们就采取逆趋势策略。这些策略都是基于合理的潜在理由的，我们认为在一定时期内市场会上涨，这不是基于某种数据分析，而是基于我们对市场的基本理解。

⇑SK：这很有意义。

➡MD：当然了，这些并不会立即生效，随着时间的推移会慢慢生效，图表上将会显示一个急剧的“V”字形的谷底。当市场上存在一个急剧的下跌时，价格就会达到谷底，之后又会有一个迅速上升。这一点很重要，我们在价格下跌之时已经建立了多方头寸，在这一点我们将会很快获利。但也并非所有的市场都是这样子的。有时市场会在相当长的时期内像锯齿状一样下降，而且持续低迷可能会长达一年甚至几年。但是只要这种策略是仅当市场处于低水平时买入，那么在这段时期内进行交易也是会获利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时，市场会跌到生产的边际成本水平，而且会一直跌下去。在这种情形下，你就不能指望出现谷底了，但是这对于顺趋势型策略来说却是一个获利的好机会。所以我们就有好多的策略——量体裁衣——它们之间也可以相互补充。

我们总体的理念就是，运用我们的策略可以创造对冲相对良好的资产组合。我们并不是通过买入可能增加我们溢价的对冲来创造这种组合，而是通过在组合中综合采用多重策略，使其相互补充来达到上述要求。

⇑SK：这听起来好像是非常稳定，千篇一律。但我们知道市场可是瞬息万变，转眼间市场就会变遭，不是吗？

➡MD：这种情况可能在任何时间都会发生。当这种事情发生时，我一般会这样讲：“我们是交易商，交易商也偶尔会有损失的嘛”。

⇑SK：给我们举个这方面的例子吧。

➡MD：那就是2004年4月的例子了。

⇑SK：哦，对于许多人来说，那都是一个糟糕的月份。

➡MD：是的，但对于我们来说，是橘子汁。

⇑SK：你们栽在橘子汁上了？

➡MD：老兄，我们确实在橘子汁上遭受了损失。当时橘子汁市价跳水，我们建立了多方头寸。市价已经低于生产成本，从75美分跌至54美分，达到了27年的最低。我们的策略使得我们每周都在损失，我们那个月一直在遭受损失。

金属市场变得疯狂了。我们有一个策略就是评估期货价格和现货价格之间的价差，我们也经常把这视为直接套利策略。随着时间推移，远期价格和期货价格将会收敛于现货价格，但是在短期内价格可能会有很大的背离，实际上这正好也为我们的交易创造了机会。我们基于这种策略首先在铝市场上建立了多方头寸，但我们一天就损失7%。2004年4月，我们有很多这样的套利策略都遭受了损失，所以那个时期我们遭受了很多打击。在那个月月底，我花费了好长时间对我们的投资者解释我们的损失，但我们和其他人遭受损失不同，我们的解释可能是个很有意思的辩解，因为是我们的商品交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略给我们带来了损失，但我们的这些基本交易策略却是没问题的，是正确的。我们在这个月之后的时期内向大家证明了我们策略的正确性。那个夏天之后的每个月，我们都是盈利的。其他那些遭遇4月损失的人还在这之后继续挣扎，这个时期反倒成为我们最好的时期了。

⇑SK：*那我们来谈一下那次的好转，哪些事情帮助你们做到这样的呢？*

➡MD：很多事情，但橘子汁贡献最大。橘子汁的价格很快就回升至70美分，随后价格又跌至60美的低位。之后飓风就到来了，袭击了佛罗里达。但从我们立场来说，这样的后果就是市价又回升至70美分，这时我们就把在50美分时累积建立的仓位抛出。当市价跌至60美分时，我们又建起了多头。当飓风来临市价飙升时，我们又卖出了那些头寸。市场对我们累积头寸带来的内在风险的补偿是很丰厚的。

⇑SK：*所以说这个好转证明了你们的策略是正确的，而且帮助你们弥补了损失，那最近有没有这种交易的例子呢？我们想了解一下硬币闪光的一面。*

➡MD：好的，最近的例子发生在2005年2月。基于我们的一些基本策略，我们在谷物市场上累积建立起一个多方头寸。非常明确的是，谷物价格在2月份在上涨行情中取得突破，从行业和基本面两方面，都为我们的交易提供了强有力的支撑。除了谷物，我们还在肉品市场采用一些套利策略，而且还在使用一些市场间相关性策略。在利率方面，利率在那个月一直上涨，我们从利率合同中获得了跌价好处。

⇑SK：*太棒了。那段时间没有在能源方面大显身手吗？*

➡MD：我们做多天然气，做空原油。我们使用了一些相对BTU策略和更多基本的价差策略。

⇑SK：*听起来很有意思。你们关注一些指数吗？*

➡MD：是的。我们也进行所有全球股票指数的交易。因为存在着指数型的优良市场，很容易获得那些基本的和敏感的数据。

⇑SK：*你预计分散化期货项目的容量会是多少？*

➡MD：我认为应该在5亿美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK：你的那些策略预测明年将会是什么状况？

➡MD：我们的大多数策略并不预测一年之后的情形。我们建立头寸的时间框架经常会改变。我们的一些策略只是关注市场对于一份报告的反应，所以我们的时间框架可能只是一周到一个月。我们有的策略的时间框架，比如对一年甚至是更长时间之后的利率产生影响的市场间关系策略，就会更长一些。我们目前的长期策略正在寻求更高的回报率，我们坚持认为市场的能动性，所以我们认为应该掌握关于研发和投资管理的积极策略。将这些基本的、系统型策略结合在一起，我们就能根据交易市场上的行情及变化来决定我们头寸的建立了。

⇑SK：我们就以你对管理期货的观点来结束这次访谈。你已经从事这种交易好长时间了，有哪些事情已经发生改变了呢？

➡MD：非常有意思。10年前，没有人会认为CTA策略会管理数十亿美元的资产，而当今CTA策略管理的资产已达到100亿美元，对其容量的期望已经从总体上改变了。现在CTAs已经成为金融市场交易商了，商品交易商只是CTAs总体中一个很小的部分。这主要是因为流动性因素，商品市场本身并不能支持那么大容量的CTAs。

另一件有意思的事情是当我开始从事交易时，人们更倾向于分散型交易商。但是随着系统型交易商，主要是顺趋势型、系统型交易商，开始取得越来越多的成功，人们开始将目光转向他们，大量的资金也开始流向这个领域。他们，至少是一些系统型交易商，开始认识到可以对未来回报进行长期预测。分散型交易商已经发现它们主要的客户是那些保守求稳的投资者，而这种情形肯定不可能长久。资金开始向系统型交易商那里流动；我们开始看到很多投资者对我们的交易策略很感兴趣；很多基本的交易方法已经系统化并引入了多重策略投资组合。这在10年之前根本就不存在。我们认为我们的策略可能放弃了分散化交易商的最良好的特性，但是在我们的多重策略中对其进行了系统化，所以我们能够提供一些可预计和可信赖的期望。有时我也想为什么还有那么多人未加入我们的行列。但是你知道的，我这并不是在发牢骚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

方向性策略：全球宏观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

关于方向性策略的最后一章是全球宏观策略，该策略的投资者应该熟知政府金融政策和全球经济形势。几乎在所有主要的市场中(股票、债券、货币和商品市场)都能找到该策略投资者的身影，尽管不会总是同时出现在这些市场中；他们经常使用杠杆和衍生工具来扩大其市场影响力。正是这种经常未对冲的方向性赌注杠杆的使用，深刻影响了宏观策略基金的表现，导致了众多宏观基金承担了较高的波动性。

尽管其占对冲基金的比率不到10%，管理的资产也只有区区530亿美元，但宏观策略投资也许是对冲基金策略中最广为人知的，这主要是因为宏观对冲基金管理人，比如乔治·索罗斯，经常由于高杠杆、高风险、通常也是巨大成功的投资而占据各大媒体的头条。比如1992年，索罗斯携借入的100亿美元狂赌英镑贬值，他旗下的量子基金因此而获得了多达10亿美元的利润。但是这些宏观基金管理人，包括索罗斯，在1994年失败了。当时他们利用大量的、未对冲过的债务来赌欧洲会调低利率，从而带来债券上涨；但实际上，美联储加息，导致欧洲也跟进加息，这样赌欧洲降息的投资者损失惨重。

很多人都把宏观基金投资视为高风险、高波动性的策略，这种观点也经媒体炒作并添油加醋，特别是当哪一位著名的全球宏观对冲基金管理人遭受巨大损失时，媒体更是进行长篇累牍的报道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球宏观交易及投资策略

有多少宏观对冲基金管理人，就有多少宏观投资策略和交易方法。但是这些玩家和方法策略还是有很多共同点的。第一，前面已提及，宏观玩家都乐于在多个部门投资，而且使用多种交易工具。他们随时都可能会改变机会、趋势、策略——哪种投资更能有效预测经济政策、政策环境或是利率，就使用哪种投资。

而且，他们一般都将整个世界作为他们施展才华和技巧的舞台，他们非常关注一些国家或地区发生的事件，因为这可能会在全球市场带来多米诺骨牌效应。典型的案例是东南亚金融风暴。1997年秋天，首先在泰国发生的危机扩展到其他亚洲国家和经济体，甚至波及遥远的俄罗斯和拉丁美洲等新兴市场。1998年7月，新兴市场的下降影响到了欧洲和美国的股票市场，并带动了债券价格的上涨。Zulauf资产管理公司的创建人费利克斯(Felix Zulauf)，正确预料到了这些世界市场事件。1998年8月的时候，他开始了Zulauf欧洲基金的运作，这其实是一只宏观形式的股票多头/空头基金，他们及时迅速地建立了欧洲市场的空头。从一开始，Zulauf基金就获得了9.7%的复合回报率，而同MSCI全球指数走势基本是平的(2005年12月31日)。

和Zulauf公司不同，Galtere国际基金的创建人和首席投资官(CIO)里尼·豪杰路德(Renee Haugerud)做的就是像谷物之类的商品，这和她曾在Gargill工作时交易的是一样的。她本身就是商品交易商，她在1999年创立的Galtere也是一个基于商品的全球宏观基金。“我们每一项交易都是基于商品的视角，”她解释到，“即使我们交易的是外汇或者固定收益证券。”在任何时点上，她的组合中都有40%~60%是商品形态。Galtere就是采用这种方式，通过商品市场来窥探整个金融市场。

当被问及她经营基金的特征时，Haugerud热情地向前探下身。“基本上就是两点，”她说到，“事实上，如果浓缩精华，你在投资界只须做到两点。第一就是，获得有价值的信息或信息合成。现在有那么大的信息量，要想获得有价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的、不同寻常的信息越来越难。但是你如何才能去伪存真、分辨良莠呢？”

Haugerud补充说:“在Galtere,我们的信息和别人的是一样好的。我在四大洲有25年的交易经历,接触过所有的资产种类和金融工具。我们的合同有很多,从大公司、大企业到小商铺,各式各样的都有。这样,从中央银行家到记者,我们有众多、良好的信息来源,这足以使我们在竞争中获得立足之地。”

“但是,”她继续说,“我们真正过人之处在于第二个方面,也就是对信息的合成方面:模式识别,识别信息的外围、中心和无关紧要的部分。而且,我和我们员工的经验在这里发挥了重要作用。我们应该能够判断出,什么时候我们应该合群跟大流,什么时候不应该。我们不是纯粹的反向操作者,但我们也绝不是每时每刻都随大流。我们要做到的是两者的有机结合”。

以上是Haugerud全球宏观策略的第一个法宝,这使她可以找出值得向往的交易。那么在给定的头寸上,应该什么时间进入或退出呢,这个确定时间的模型是什么样的呢？这就是Haugerud的第二个法宝了:Galtere的价格分析模型。

“我们的价格分析模型,” Haugerud说,“是分析进入和退出的一个专门的、技术性的、不可随意使用的模型,我还在Gargill时就已经开始研究它了,从1992年开始我就一直在使用这个模型。所以我们组合的构成和方向都是来自于信息的合成,但我们也得承认,”她很坦率,“我们也不是百分之百的正确,虽然我们成立七年来,在这么复杂多变的市场中,一直保持了增长。我认为,尽管我们有时候是错的,但我们一直处于增长,这主要归功于我们的价格分析模型在进入、退出和风险方面的有效控制。我们有很严格的风险参数，”Haugerud强调,“我们每一项交易的风险都不能超过组合资本的2%,这是一个绝对的底线。另外,我们也对头寸进行了等级划分。”

所谓的Galtere的等级划分,就是事先区分价格价值区间,比如确定四个不同的价位,价格下跌时就建立买入头寸,而在确定的另四个不同价位中,价格走高就卖出。这样,在组合中每一个价格区间就和价格分析模型中一个风险单位的作用相同。

“从原则上讲,一旦达到了四个风险单位,”Haugerud解释说,“我们就在头寸周围建立一个保护性的风险上下限(风险两头封)。我们选择期权,基本上是买入看涨期权以应付空方头寸,同时卖出看跌期权,这样就建立了一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零成本的上下限保护。如果隔夜有很极端的事情发生——比如说股票有1000点的上涨——我们的期权就能保护我们。不过至今还从未发生过这种情况，即隔夜就从第三等级的风险单位跳到止价。这并不是说这种情形不会发生，只是意味着我们还没有碰到这种事情。所以我们的风险上下限（风险两头封）这种自动止损机制，就能保护我们，让我们安心睡觉了。"

在Haugerud经历了所谓的"我最糟糕的一系列交易"之后，她吸取了教训，并逐步领会到了风险上下限（风险两头封）的真正价值。在"9·11"之前，Galtere只是基于机会主义来运用这种风险上下限（风险两头封），而不是在所有的操作中都这样做。

"在2001年，"Haugerud回忆到，"我们感觉正处于商品市场繁荣的开端了：商品市场已经从沉寂中苏醒过来。我们认为经济下滑（短期利率已经下降到了3%）将要结束。我们已经准备好了反滞胀下的投资理论：货币追逐收益的压力将使利率持续走低，而商品市场则会出现通胀，股市和名义利率都会轻微下降。当这一切发生之时，我们已经获利了。这完全是一种商品市场的观点。"

"所以我们做空股票篮子，做多商品篮子，然后就在曲线的中部区域做多。我们认为短期利率已经降到3%这个足够低的水平，经济会再次起飞。于是我们满怀信心地进行了杠杆操作，也没有做风险上下限（风险两头封）进行自我保护……到了"9·11"……所有的一切都改变了。"

美联储调低联邦基金利率以应对"9·11"，Galtere的头寸受到了打击。但后来多亏股票空头，2001年底时Galtere的回报率回升到6%。

"事实上，我们也从这次失败中吸取了教训，"Haugerud继续说，"如果你认为你所做的任何事情都是对的，那就没有什么能够挑战你，促使你改进提高了。在经历了一些糟糕的交易之后，你可能会做得更好，因为你的头脑得到了洗礼，你的观念、想法获得了提高、改善。如果我们当时做了风险上下限（风险两头封），我们就能止损，而且在两周之内我们还能再次进入，因为许多头寸又回来了。我们后来估计，如果进行了风险上下限（风险两头封），我们那年的回报率可能会达到30%。"

以商品的观点来决定投资行为，她给我们举了石油的例子。"目前，"她说，"你在我们组合中找到石油或能源方面的头寸，也许你会以为我们不做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些，但实际上我们持有很多以墨西哥比索标价的头寸。墨西哥拥有很丰富的石油储量，而石油在市场上是很昂贵的，所以我们就选择在便宜的水平上，用比索这种方式来做多石油。”除了1999年，Galtere每年都能获得良好的回报，累积回报率已经超过200%。2005年底的时候上升到8.96%，表现优于HFRI宏观指数和标准·普尔500指数的表现。

全球宏观策略的收益来源

当诸如索罗斯这样的全球宏观策略的先驱们关闭了他们的基金时，新生代的宏观管理人，如里尼·豪杰路德（Renee Haugerud）和Clarium资本公司的皮特·希尔（Peter Thiel，在本章的最后有对他的访谈），应该怎样做才能在对冲基金业立足呢？皮特·阿赫尔（Peter Ahl）认为，全球宏观可以通过三个方面来获利：行为偏差、理论与学术研究模型和不对称信息。

行为偏差。阿赫尔认为，很多优秀的宏观管理人都曾是期货交易员，他们目睹并利用了市场上的各种心理，尤其是恐惧、贪婪和歇斯底里这些心理。这些管理人只是在等待机会，寻找任何非理性的资产市场，然后利用其中的非理性因素来获利。如果油价非理性地飞涨，当预计到泡沫的破灭时，这些管理人就会卖出；一旦复苏，他们就会在一开始就迅速买入。尽管时机对于宏观管理人来说就是一切，但是了解到在一个歇斯底里的市场中（比如当卡特丽娜飓风破坏了石油设施，新奥尔良受灾，原油价格涨至70美元/桶）存在着石油的超买与确定卖空石油的时机，这二者还是有很大区别的。前文已经说过，里尼·豪杰路德还有其他一些基金管理人已经设计了很多良好的止损机制与技术，目的是使错误判断交易时机的影响最小。

理论模型和学术研究。全球宏观管理人所使用的第二种方法是使用理论模型，这些模型中包括各主要经济变量，比如商品价格变动、货币和汇率，以及贸易不平衡和赤字。索罗斯就擅长货币研究，他利用中央银行和政府在统一制定货币政策和单独制定汇率上的错误，发动了对英镑的攻击，并卷走大量利润。

当今，八国集团中央银行几乎不会再犯以前那种错误了。正如阿赫尔指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的，从阿兰·格林斯潘开始，美联储采用前瞻性的眼光，通过最好的理论模型、学术研究，获得尽可能多的微观层面上的信息，来制定其货币政策，这样就能很好地避免衰退和控制通胀。而一旦这些模型公开化，他们获利的机会就消失了。

不对称信息。学术研究能帮助交易员增加对市场的了解，从而给他们带来活力的机会，同样地，通过得到公众投资者还没有获知或觉察的宏观和微观数据，基金也能获利。比如新兴市场上的全球宏观交易员，他们通过当地分析，能获知关于新动工房地产、未完订单、信用状况、存货情况和其他一些基本数据的最新信息，这样他们就能在该市场或相关市场中获得立足之地。投资于东欧地区的基金最好在布拉格和莫斯科配置他们的分析员，因为他们的竞争对手是会这么干的。

全球宏观和管理期货两种策略的对比

投资者一般都会觉得管理期货和全球宏观两种策略很相近。实际上，我们有时碰到一些声称为管理期货的基金也可以归为全球宏观，反之亦有。而且我们还会经常发现在很多FOFs在其资产配置表中，把管理期货置于全球宏观的名下。

对我们来说，两种策略之间存在三点主要差别：

1. 管理期货基金交易全部发生在期货市场，而全球宏观的交易和资产投资大部分发生在全球股票和债券市场。

2. 全球宏观管理人一般都有基本的投资方向，而大多数管理期货更多地倾向于在技术上的突破和领先，他们利用这些技术来辨别交易和投资的趋势。

3. 大多数管理期货交易员遵循系统的方法与技巧，而全球宏观管理人更倾向于自己判断和决定。

在我们的研究中（请看表1.1），1994~2005年，全球宏观年均回报率为10.14%，而CISDM CTA资产加权指数平均回报为8.01%；同时全球宏观的夏普比率明显更高。再看一下波动性，全球宏观的标准差是7.24%，低于CTA指数的8.54%。

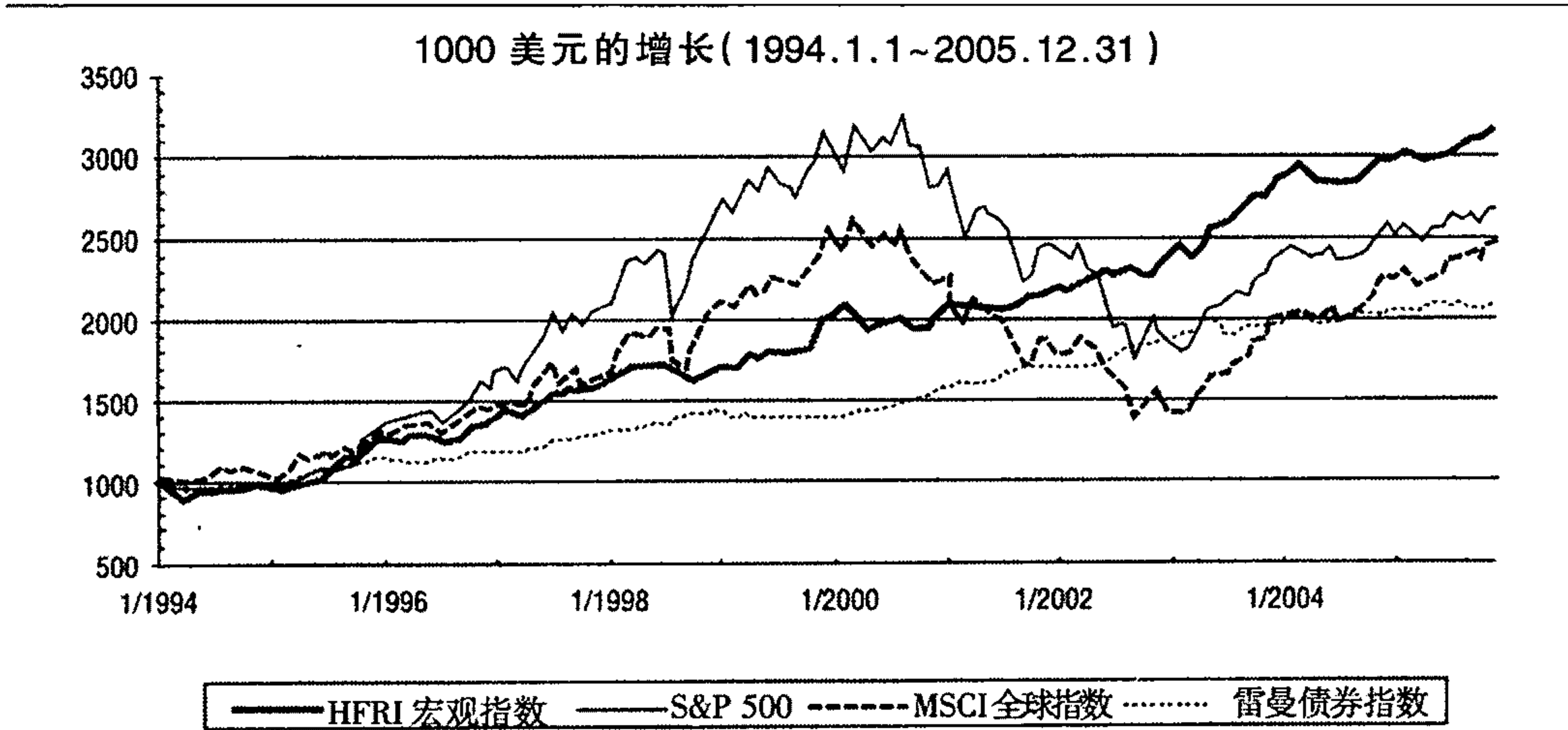
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩表现

1994~2005年这12年里，HFRI宏观指数年均回报率达到了10.14%，明显优于标准·普尔500综合指数和雷曼政府/高信用债券指数的收益率。图4.1描述了他们的累积业绩回报。CISDM关于1990~2004年的研究发现，全球宏观是表现最好的对冲基金策略，其年均回报率高达17%。

图4.1

累积业绩表现：HFRI 宏观指数 VS.股票/债券基准



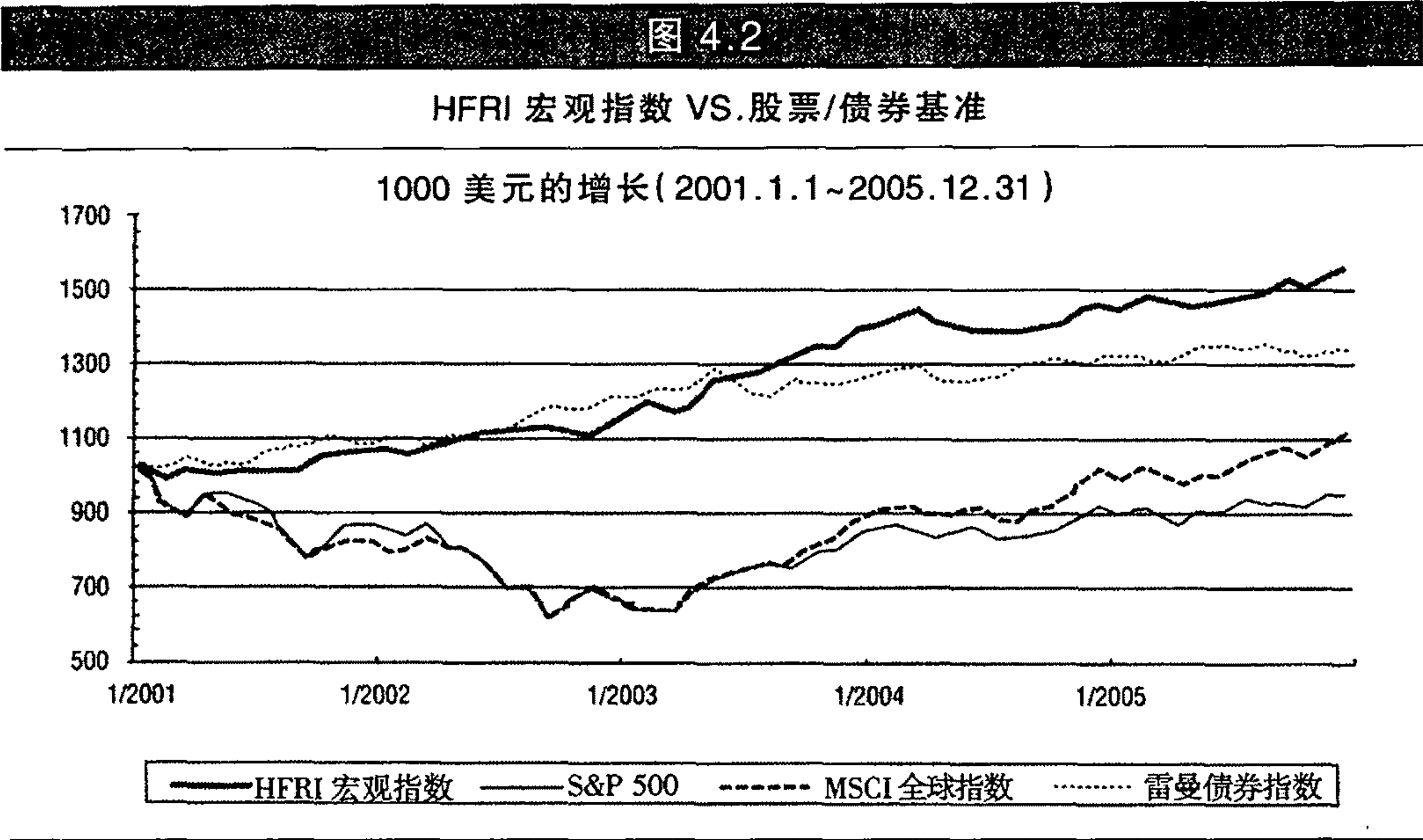
资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

全球宏观策略和全球股票市场有一定的相关性(在过去12年，全球宏观与MSCI的相关系数是0.41)，所以，过去5年它们的相对表现就更凸显了这种投资类别的优势。图4.2就描述了过去5年，HFRI宏观指数和其他一些基准以及HFRI基金加权指数的对比情况。我们注意到，在过去5年里，HFRI宏观指数的表现优于用HFRI基金加权指数测度的平均对冲基金业绩表现。全球宏观投资者不仅平安度过了最近的熊市，而且在最近5年还取得了60%的累积回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4.2

HFRI 宏观指数 VS.股票/债券基准



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI，PerTrac。

优势

如图4.2 所示，全球宏观投资收益高于普通投资工具，而且高于其他大多数对冲基金策略。这些更高的收益主要是因为其投资的灵活性，他们不仅可以投资于股票和债券，还可以投资于自然资源和货币市场。事实上，货币市场是这种策略投资的一个主要场所。这些货币不仅可以不必与金融市场保持一定的相关性，甚至可以伴随有很大的波动，这样能为那些机敏的投资者带来更多的获利机会。全球宏观基金可以做空卢布以应对欧元，或者是通过代表俄罗斯股市的一揽子股票来投资于俄罗斯股市，这样就避免了选股困难。

全球宏观管理人的这种灵活性常常会带来一些有意思的对冲组合。仍举俄罗斯的例子，基金可以一边做空卢布，一边做多俄罗斯的股票（通过股票篮子）。卢布贬值带来的收益将能弥补股票的损失。

这种策略的第二个优势在于，全球宏观基金一直都在追求投资机会，丰富其投资方法。在任何市场上，对于任何种类的资产证券，他们都可以做多或做空。这其中的主要限制条件都是由他们自己设定的，或者有一定的流动性约束，或者是坚持管理人了解最清楚的要求。不像其他的策略要依赖于波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动性或者其他一些市场特定条件,宏观交易员可以不考虑滞后迟钝、没有机会的市场,而转向寻找有机会的市场。试想,如果你坚持使用只做多的技术,当你面对全是高估的股票时,除了持有现金,你还能做些什么呢?

这种策略的第三个优势就是,全球宏观基金与股票和债券市场都相对不相关。CISDM和我们的研究都发现,在长期内,全球宏观基金与标准·普尔和MSCI全球指数的相关系数约为0.4,与雷曼债券指数的相关系数约为0.3。不像股票多头/空头和事件驱动策略要求投资产品要与其交易的特定股票市场保持较高的相关性,全球宏观管理人事先并不知道他们要投资于什么市场,也不清楚他们是做多还是做空。在我们与皮特·阿赫尔的访谈中,阿赫尔就表示,他对发现好的市场机会非常感兴趣,而不管这个机会在哪里,也不管这是什么种类的资产。

第四个,也是最后一个优势,全球宏观基金旗下聚集了大量优秀的、敏锐的管理人。正如我们采访的两位管理人所言,管理人必须能够准确地、及时地理解市场及它们之间的相关性。为成功地判断和处理宏观金融形势,基金需要聪慧的头脑、良好的教育、细致的培训、丰富的经验和先进的信息网络。他们同样需要夜以继日的工作来回答以下问题:英镑会走软吗?中国的通胀会平息下来吗?那些中南美洲国家会拖欠借款吗?中东地区会爆发战争吗?当然最重要的问题是:不管怎样,如何才能保证我们的投资者获利?答案不可能在喝闲茶时得到,也不可能从经纪报告中获知。如果有人拥有良好的沟通能力、过人的交易天赋、一流的风险管理能力,并且把上述问题梳理清楚了,那么他就能在这种策略下获得丰厚的回报。最后,也是最重要的,根据CISDM的数据,1990年之后在所有的对冲基金策略中,全球宏观基金在一流的基金经理的管理之下取得了最好的业绩。

劣 势

如果用波动性来衡量,这种策略将比其他一些对冲基金策略的风险高。第二章的表2.1显示了我们的研究结果,我们从中发现,宏观策略的标准差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到了7.24%，是第三高，仅次于ELS和管理期货。我们的研究还显示，全球宏观的波动率大约是标准·普尔500波动率的一半。

约定用波动性来代表风险，这是第一个问题。如果风险就被定义为波动性，那么就不存在什么问题。但是，和胆固醇一样，波动性也具有两面性：好的一面（上涨）和坏的一面（降低）。前面提到了，在过去12年里，宏观策略有很大的向上的波动性，这就抵消了在大部分下跌中向下的波动。宏观指数在最坏月份里下跌了6.40%，而1998年8月标准·普尔下跌了14.5%。

宏观策略最主要的风险主要在于基金的方向性和所使用的杠杆。方向性的风险主要在于基金的风险管理、说服力和机会主义。良好的风险管理是指，应该评估好如果大部分外在不利事件同时发生时的损失，并按照这个损失来确定和管理头寸。所以我们经常能够听到管理人声称，他们设计好了每一个头寸，对于基金净资产来说，每一个头寸只有1%或2%的风险。

说服力在设计头寸时同样发挥了重要作用。如果基金管理人预计某只证券将会有大幅上涨，很自然，他/她希望能更多的持有。机会主义，有时可以粉饰贪婪，是说服力的第一个绊脚石。如果某个管理人发现一个赚钱的机会，他在仓促之中建立一个过大的头寸，那我们只能说，他的资金同样也处于危险之中。

杠杆就不仅仅是一个小问题了，因为杠杆的使用可以放大损失。如果使用杠杆对冲的两方头寸都发生了对管理人不利的事情，那么最糟糕的事情就要发生了。

一位基金管理人可能只交易美国政府债券和美元，既做多也做空，其他管理人就可以把这种委托扩大到所有的主权国家债券和货币，而很多的管理人所受约束是较少的。投资者会要求查看预期风险与杠杆率使用状况，也就是说，人们希望看到的是两者相反的关系（即风险更高的头寸其杠杆率应该越低），但事实经常并非如此。

也许一个宏观对冲基金最大的风险在于管理人获得了足够的说服力。任何人都会犯错误。最近我问一位基金经理，如果他的观点遭到质疑，他下一步会怎么做。这是一个标准的尽职调查的问题，当然有很多令人满意的回答。我们理所当然地不希望他们的回答太自大了。但你的顾虑是对的——这位经理的回答是：他不可能有错的时候。这时，投资者可要留心了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

皮特·希尔

(Peter Thiel)

Clarium资本管理公司创始人及投资组合经理

皮特·希尔(Peter Thiel),和里尼·豪杰路德(Renee Haugerud)一样,都是新生代的宏观策略的管理人,他们都在对冲基金历史上留下了浓墨重彩的一笔。皮特于2002年创立了Clarium资本管理公司,并于当年10月开始正式交易运转。该基金与众不同之处在于它不收取管理费,但收取25%的利润提成。

皮特与山姆·克西纳(Sam Kirschner,下文简称SK)见面时,他们起初的谈话就涉及到了阿赫尔的投资哲学问题。我们一般认为,很多基金管理人并没有自己的投资哲学,他们关注更多的是市场评估技术和投资方法与技巧。但是他们深入的访谈表明,这也许是有失偏颇的,皮特·希尔(下文简称PT)确实是有他的投资哲学的。

⇑SK:在Clarium,质询或者提问扮演什么角色呢?

➡PT:我很希望能够了解世界上正在发生什么。在Clarium,我们努力提出一些重要的问题,这是第一步,而且也是非常艰难的一步,就像物理和数学问题,因为你不得不去寻找一些重要问题,这些问题不但要是基本的、富有内涵的,还应该是我们有能力解决的。很多人避免提出一些较难的问题,或是因为他们认为这些问题不可能被解决,或是因为他们提出的问题本身就不可能被解决。当我们研究得出问题的答案时,我们就获得了其他人难以得到的深邃的见解。

⇑SK:我想你的方法论应该不是偶然间形成的。你获得了斯坦福大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的哲学学士学位，是这样的吗？

➡PT：是的。我后来又在斯坦福法学院获得了法学博士学位。

⇑SK：那就给我们介绍一下你的职业生涯的基本情况吧。

➡PT：我初到华尔街时是Sollivant & Cromwell公司的证券律师，然后我成为瑞士信贷金融公司（CSFP）的一名衍生品交易员，我先是在纽约、随后在伦敦工作。到1996年，我汇集了朋友和家人的100万美元，创立了希尔资本管理公司（TCM）。TCM起初做的是传统交易，之后转向风险投资业务。在后来的6年里，TCM逐步转型为风险投资型基金，我们的投资组合采取的主要策略就是宏观策略。

⇑SK：在此之后你们就做了一笔漂亮的交易，是吗？

➡PT：是的，我们确实做了一笔漂亮的交易。1998年12月，我们做了第一笔投资，投资于PayPal。我当时加入了PayPal，并被任命为临时CEO。到2002年10月时，PayPal已经从只有4人发展到900人的规模。

⇑SK：后来，PayPal以15亿美元的价格卖给了eBay公司。

➡PT：是这样的，我们成功脱手了。

⇑SK：那以后呢？

➡PT：那之后，杰克·塞尔贝（Jack Selby，PayPal的创始人之一，现在是Clarium的管理总监）和我创建了Clarium资本管理公司，在2002年第四季度作为一家全球宏观基金开始正式交易。

⇑SK：你会怎样描述Clarium呢？

➡PT：我们视Clarium为一家纯粹的全球宏观基金，我们关注流动工具的机会性方向性的投资。

⇑SK：你们为什么将你们的基金定位为全球宏观基金呢？

➡PT：部分原因在于；按我们方式做全球宏观基金的人不多。

⇑SK：那你们的方式是什么？

➡PT：我的意思是说：很多全球宏观对冲基金都关注相对价值型套利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些基金关注广阔市场或者说全球趋势，但是我认为，很少有基金像我们一样重视基本分析。事实上，那些基金基于相对过于简单的原理来支持他们接下来的政策。我们注意到，很多交易员几乎都同时采用相同的方式来进行大量对冲，这样就使得大多数主要市场和资产的价格变动过于相关。

⇑SK：现在这种情况还在发生。

➡PT：所以业内就有一些人会告诉你："全球宏观策略非常普遍。"但我们应该这样说，实际上是相对价值型套利很普遍。这种策略的普遍正是其自身最大的敌人，由于相对价值套利证券的集中使得相对价值套利管理人使用了更高的杠杆，承担了更大的风险。这也是我们在后泡沫时代遇到的：过多的金钱追求过少的好想法。我们认为20世纪90年代泡沫中的过度投资损害了收益率，并使过量的资本集中于可得的几种投资方法，结果就造成了众多资产的低收益。

⇑SK：但是Clarium与众不同。

➡PT：是的。我们做了大量的、严格的、专门的研究，来发展真正的全球宏观视角下的绝对价值交易。我们想获得与其他全球宏观基金不存在相关性的收益，而事实上，我们和其他全球宏观基金的相关系数接近于零。所以当你认真地看待它时，你就会认为全球宏观实际上是投资不足的。

⇑SK：我明白了。这也是一个极好的例子，投资者非常有必要去了解和理解每一只基金，不能人云亦云，也不能仅靠总体大概的说明或基金自己的标签所言。

➡PT：一点不错。

⇑SK：那么今天Clarium的交易信条是什么呢？

➡PT：9月30日这天我们的组合是这样的：约39%的现金，约40%的固定收益证券，约9%的商品和约12%的股票。在每个时点上，我们保持10%~20%的敞开头寸。当然，我们的目标是在趋势发展之前进入交易，在风险/回报盈余变得不利时获利。

⇑SK：我注意到了你们的数据，你们2003年好象达到了自己的目标。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的目标居然高达65%！

➡PT：是的，我们的目标是投资者的净回报达到65%。而同时，Tremont全球宏观指数只是上涨了18%。

⥣SK：漂亮！2004年更艰难些。

➡PT：确实是。我们经受住了6个月的下跌，太可怕了。

⥣SK：你们04年还是增长了，对吗？超过5.5%。

➡PT：是的。

⥣SK：从这张图表我们看到，2005年增长了超过44%。从2002年第四季度开始（3年的时间），Clarium的累积回报率达到了惊人的227%。

➡PT：是这样的。

⥣SK：说说2003年的表现吧。取得这么好的业绩的原因是什么？

➡PT：一句话来概括，是JGB，我们在日本政府债券（Japanese Government Bonds，JGB）上的交易，这也许是我们做过得最好的交易。我们的研究表明，日本的滞胀并不是流动性陷阱，实际上是日本政府政策驱使日本消费者储蓄的结果。这样就聚集了大量的投资资本，而且造成了对美国650亿美元的贸易顺差，同时日本还买入了大量的美国国债，这使日元走强。由于美国利率更低一些，JGB收益率需要降低才能保持一个合理的利差。这样阻止日元/美元远期汇率走低，就能促使日元回升。为了达到这个目的，日本政府将养老金从股市撤走，并用于购买JGB。到2003年5月，这已经使得日经指数由1989年的最高点下跌了80%，JGB的10年收益率也降到了令人难以置信的0.43%。

⥣SK：所以你们观察到了这个趋势？

➡PT：我们当时意识到了这个问题。所以我们一方面做空JGB，一方面做多日经指数。这样，我们的时机就容易掌握了。6个月后，我们赚了可观的一笔。

⥣SK：所以你们是锅满钵盈的跨入了2004年。

➡PT：我再给你说一个不太成功的交易。在2004年一开年，我们关注了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国民抵押贷款协会(Fannie Mae)可转换对冲基金。那时我们认为，在2004年年初，债券市场下跌的可能性极大，所以我们就做空债券。但是在3月早期就业状况公布，情况是如此糟糕，远远超出我们的预计。债券就在这一消息刺激下走高，我们不得不停止了我们的头寸。

你怎么会知道，在几周以后，我们预计的债券下跌确实发生了！但是我们已经高兴不起来了，因为我们选择了错误的交易时机。

⇑SK：*每一个管理人都这样说：这种情况是碰巧发生的。*

➡PT：非常对。这有助于我们建立一个长远的框架来克服短期的失败，我们认为我们生活的世界是“零售聪明，批发疯狂”(retail sanity and wholesale madness)的世界，尽管很多人接受了有效市场假说，但我们仍要说，在很大程度和范围内，市场其实是无效的，就如同在过去很长时间里表现出来的一样。退一步说，如果市场是有效的，那我们可真的无能为力了。但我们认为我们能做的事情很多，市场中的扭曲和失真还是很多的。

⇑SK：*比如说？*

➡PT：我们举中国的例子，每个人都在关注着那里。在长期内，比如20年，中国会一直处于牛市繁荣之中吗？她的经济会超过美国吗？很多人认为会的。我们在一年里也反反复复争论这个问题，一直在中国身上寻找有价值的问题，我们最终决定的关键问题是：中国隐含的短期利率是多少？2004年我们得出了答案：-2%。这是一个绝对惊人的发现。新兴市场存在一个负的隐含名义利率，这在历史上还是第一次。

⇑SK：*这种情况是如何发生的呢？*

➡PT：两个方面：人民币盯住美元以及人民币上涨的预期。在中国你不可能去银行借入100万人民币，而一年之后你只还98万。但在实际中，整个经济好像做到了这样，人们的投资决策好像也是这样的。我们认为这些导致了房地产泡沫，使得投资资本很容易获得。我给大家的基本建议就是，即使你相信中国还会持续20年的增长，那也应该等到利率看起来正常了之后再进入这个市场，我们认为中国是当今世界上唯一一个需要敬而远之的市场。如果中国真的是会持续20年的增长，你现在进入或是明年进入，真的那么要紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？显然真的不是那么要紧。

⇑SK：好。让我们讨论一下你基金的一些参数吧，比如风险组合、杠杆组合、组合规模等。

➡PT：我们的交易开始于我们研究的方法。我们依赖于优质的信息，这些不是通过计算机编程就能得到的。同样，我们的风险政策也避免那些不必要的复杂公式。我们假定所有的事情都强相关，而且发生了对我们不利的事情，这就是我们进行的压力测试。我们调整我们的暴露，当即使只有0.25%几率的极端事情发生，而且这个事件同时影响了所有的头寸，也要确保我们组合的总损失控制在10%~15%，至多不超过20%。所以通过风险的视角，我们可以管理好我们的组合，整个组合就如同只是一个头寸一样。

⇑SK：我明白了。但是你们每一项交易都有一定的限制，是这样吗？

➡PT：是的。如果哪个头寸的损失超过了基金净资产价值的4%，我们就会停止这个头寸。

关于杠杆率，我们一般将其设定介于3:1到6:1之间。但是你也知道，仅盯住杠杆率有可能会带来误解。很多交易就是要依赖于潜在的工具，对不对？比如说，对股票设定3:1的杠杆率就可能是高风险了，但如果一年期欧洲美元的杠杆率达到6:1，这却不是高风险。我们的3-Sigma风险控制为杠杆提供了内在的限制，这种风险控制与其他对杠杆的简单限制相比，经济上的判断力更强。

⇑SK：这些非常重要、非常有用。那么你们基金的规模是多大呢？

➡PT：目前我们基金管理的资产约是10亿美元（2005年一年就吸引了7亿美元）。按照基金章程，我们自己的资金大约是5000万美元。我们的目标是把资产总额提高到70亿美元。

⇑SK：谢谢。作为结束语，皮特，你认为目前管理一只基金的挑战有哪些呢？

➡PT：挑战之一就是要吸引有长远目光的投资者。很多投资者都过于关注短期，我担任PayPa CEO时就反对这一点。你每个季度都要满足投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益要求，这就使我们为短期投资者做了许多曲解的决策，同时还把长期投资者给剔除掉了。正是基于这一点，我认为在全球范围看，美国的上市公司处于劣势。对于我来说，如果投资者能保持一个更长远的目光，管理好一只全球宏观基金，我们每个人都能获益。这样在市场上，你就不必担心那些风吹草动了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

事件驱动策略：兼并套利以及特殊境况投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

接下来的两章将集中论述事件驱动(Event-Driven)投资策略。事件驱动的基金分为三种类型，包括兼并套利(Merger Arbitrage)、困境投资(Distressed)以及特殊境况投资(Special situation)。在计算标准·普尔对冲基金指数时仍然使用上述的分类方法。同时，HFRI作为最大也是最好的咨询数据库之一，也在使用这样的分类方式，并分别具有兼并套利、困境投资以及事件驱动投资指数。但是，经过对数百名事件驱动基金经理的详细调查，我们有理由相信，现实中只存在两个分类：事件驱动以及困境投资。其中事件驱动投资策略包含了兼并套利以及各种特殊境况，也是本章论述的主体内容。有关困境投资的讨论将集中在第六章。

这些事件驱动投资策略有什么共同点呢？他们将投资集中于特定公司的证券，这些公司正在经历或者将要经历重大的事件或者转变。这些所谓的公司事件可以包含任何有关的内容，例如破产，破产的结束、重组、收购、合并、13-D条款的触发，以及资产剥离等。一些激进的对冲基金经理在公司转变的过程中及在为投资者赚取收益的过程中起到了推波助澜的作用。

在经济周期的不同阶段将倾向于出现不同种类的公司事件。例如，兼并通常发生在宏观经济较为景气的时期，此时，人们对于经济发展前景充满信心，同时融资渠道也相对较为畅通；而破产，则多发生于经济不景气的时期或者衰退时期。这样，困境投资的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者普遍热衷于在衰退中寻找大量的投资机会。

由于所有公司事件发生时，不确定性都是其典型的特征，所以基金经理是否具有丰富的经验将在极大程度上决定投资的成败。当公司发生这些变革性的事件时，一定会有人询问很多相关问题。例如，声明的事件一定会发生么？事件是否发生在声明的期限内？这一事件要持续多久？这一事件对公司证券或者关联公司证券的价格将具有怎样的影响？市场需要多久才会意识到证券的价格需要调整？

另外，在投资的过程中，理解复杂的相关法律条文也是非常重要的，这就是为什么有很多的破产律师会在事件发生时同时涌入相关的领域。作为一名事件驱动的基金经理，需要知晓破产法律，有能力作为债权人与破产公司进行谈判，同时也要明白如何参与到破产保护的进程中去。

表现较为优异的对冲基金通常都将事件驱动作为其投资策略之一，这一点在过去的5年中尤为明显。这样一来，大量的资产流入到了这一领域，而且在全球范围内建立起了大量的新基金，这些新基金中，很多都将注意力集中在新兴市场以及特殊的发展领域。巴克利公司（Barclay Group）关于资产流动的调查结果显示，事件驱动的基金经理管理着大约1280亿美元的资产，这其中还不包括困境投资部分。作为一个群体，这些基金经理掌控着所有对冲基金资产中12%的份额，如果再加上困境投资的话，这一比例将上升到18%。

本章结束部分的被访者，梅隆HBV选择策略有限责任公司的总裁兼CEO米奇·哈利（Mickey Harley）通过这样的方式管理着三只事件驱动基金。以他美国的事件驱动基金为例，同时对美国和加拿大的上市公司进行股权和债权投资。这些公司一般都有兼并和收购事件发生，或者宣布了公司重组、资产剥离以及剩余资产交易等。这种富有弹性的投资指令一度曾被认为是“风格漂移”的，从而使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽职的专业化运作变成了所谓的拙劣招数。所以，哈利最近正在向激进型的基金经理转变。今时今日，即使是由约翰·保尔森所管理的那些同时拥有数十亿美元资产和卓著声誉的兼并套利基金，仍将兼并套利的概念范畴扩展到其他的事件驱动策略中去。

我们该如何理解事件驱动尤其是兼并套利领域所发生的变化呢？米奇·哈利对这一领域的历史进行了简要的回顾，并且揭示了这一领域两个动态变化特征。

“从历史的角度来看，”哈利说，“由于‘信息优越’边界（‘information superiority’ edge）的存在，成功的基金经理都有能力制造出α。”α是基金创造的投资回报高出无风险利率以及基金相对于市场的β值的部分。这一超额收益被归功于基金经理的投资技术、运气或者其他的随机因素。我们将在破产保护中详细探讨α的相关细节。以风险套利或困境投资为例，对冲基金经理会建立一张广泛的关系网（包括律师、经纪人等等），关系网中的人会全面迅速的提供优先的信息（法律文本以及兼并协议）从而使得基金经理在与对手的竞争中占得先机。如今，信息技术的广泛运用，使得兼并的信息几乎在同一时间，以多种形式为很多人所共知，而这一技术变革的影响将是深远的。在这一领域中，‘信息边界’的建立将不得不依赖于其他的分析方法。”

另一个变化是由机构资金大量的进行特殊策略投资所导致的，这一变化同时影响了兼并套利和可转换套利（参见第8章）。哈利惋惜的说：“随着越来越多的机构投资者和机构资金进入这一领域，这一领域变得越来越‘主流’化。”这将使得市场的效率逐渐提高，因此将更难获得较高的超额收益。伴随着这些市场领域的主流化进程，在这些领域中的投资表现更像传统以及相对的价值投资，而不似对冲基金经理曾经建立的市场边缘的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件驱动交易及投资策略

兼并套利

从兼并套利中获利的关键在于兼并和购买活动的数量以及一桩兼并或购买交易被公布后，可以在市场中有效获利的“区间”。让我们给出一个例子来说明什么是有吸引力的传播。A公司宣布将以每股40美元的要约价格收购B公司的股票。B公司股票的交易价格即刻从30美元上升至35美元。如果A公司和B公司之间的兼并活动得以进行，那么以35美元的价格购买B公司的股票将带来每股5美元的收益，这是一个大概允许14%佣金的利润。如果这一交易在四个月内完成，那么年回报率将高达42%。这样的例子是否听起来太过美妙而不够真实？确实是，因为在这些交易中永远不会有“免费的午餐”。总会有一个或者一些原因能够解释这一较大获利空间存在的原因。可能由于监管原因或者B公司采用了毒丸计划来抵御敌意收购，导致A公司与B公司之间的交易无法顺利完成。风险套利者的工作就是估测每桩交易可以完成的概率以及获利空间的大小，并且在衡量收益和风险后决定是否实施投资。

通常，在上述情况下，B公司的股票开盘价格将接近40美元，只有一个很小的获利空间，甚至股票的价格会高于要约价格。一桩糟糕的交易，对吗？或许不是。市场是明智的，A公司或者其他公司很可能会提高其要约收购价格。

并购要约通常都是以股票或者部分现金/部分股票的形式而提出的。由于在交易结束之前，被兼并公司的股票价格可能下跌或上升，这样就使得对交易的评估变得更为复杂。兼并套利基金经理通常会卖空实施兼并计划的公司股票，因为该公司的股票价格可能会下跌，以至于导致两家公司的股票价格下降。这一做法的目的是“锁定”获利区间。这一做法的风险在于，交易可能会取消，使得兼并实施公司的股价上升而被兼并公司的股价下跌，所以，这一做法有可能会产生双倍的严重损失。

让我们来看看，在近年的最大提议的兼并中发生了什么。2004年12月，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医疗制造业巨人强生(JNJ)公司同意以每股76美元或者总价254亿美元的价格收购Guidant(GDT)公司。GDT公司是植入式心脏设备的领先制造者，制造如去纤颤器以及起搏器等心脏设备。Guidant公司的股票价格跃升到每股74美元并且获利空间在接下去的6个月中都在2美元左右徘徊。2005年5月，GDT公司去纤颤器的问题被揭露，食品与药品监督委员会(FDA)进一步介入并强令其对数以万计的设备进行召回处理。正如所预计到的，GDT公司的股票价格跌至64美元，获利空间进一步加大到每股12美元。两家公司无法就新的收购价格达成一致，随即强生公司宣布交易将不会如期进行。随着10月的最后期限的到来，在这一兼并案上进行投资的事件驱动基金发现他们持有的GDT公司股票的价值急剧下降。据HFRI的数据显示，兼并套利指数表现最差的月份就出现在2005年10月，平均损失达到了1.6%。在我们结束本章的写作之时，一个新的意愿收购者(波士顿科技 Boston Scientifc)给出了比强生公司更高的收购价格，而GDT公司本已降至五十几美元的股价回升到每股67美元。

除了交易意外取消，收购价格上升之外，获利空间还是市场利率的函数。由于风险套利通常通过借贷进行，所以高的贷款成本将要求更大的收益空间，反之则反是。获利空间同时还是风险套利中资金总额的函数，而这一资金总额是由多种因素决定的。在交易中包含的资本数量越大，获利空间将越狭小。

兼并套利者同样会参与清算活动，其中包括评估公司资产价值并且在评估结果和公司股价之间存在获利空间时购买公司的股票。如果公司的资产包含股票，这些股票有可能会被作为对冲操作卖空。清算过程的长度超过预期情况并非罕见，这当然会降低套利者的年回报率。不过，资产出售的回报较公众预期高也是很正常的。

特殊境况

事件驱动交易的第二个分类是各种特殊境况。在这一分类中，对冲基金经理尝试从特殊的公司事件中获利，例如，资产出售或者部分公司或子公司的出售；资产剥离；大规模股票回购计划；13-D条款的触发；代理条款的触

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发，以及股东对管理层和董事会的反对行动。后三种事件成为了激进型对冲基金关注的焦点。正如我们在第二章中所见，海盗资本公司（Pirate Capital）利用13-D条款对康奈尔公司（Cornell）发起了攻击，最终在10个月后，对冲基金战胜了董事会。

激进型特殊境况投资的对冲基金中最具象征性的应该是康涅狄格州格林威治（Greenwich）的ESL投资（ESL Investment），这一基金是爱迪·兰帕德（Eddie Lampert）在1988年创立的，并且管理着2800万美元的资产；今天，它的托管资产额（AUM）已经达到了90亿美元的水平，年收益率达到了29%，这使得兰帕德与乔治·索罗斯（George Soros）以及沃伦·巴菲特（Warren Buffett）齐名。事实上，兰帕德在很大程度上学习了巴菲特。在基金成立的第二年，他就飞到内布拉斯加州同股神进行了90分钟的会谈，那个房间中的谈话内容却永远都是个秘密。不过，似乎他们并没有谈及波克夏·哈萨威公司（Berkshire Hathaway）还有巴菲特是如何获得经营失败的纺织公司并令其起死回生进而将产生的多余现金进行其它投资的。

2002年，在凯马特（Kmart）申请破产的时候，爱迪·兰帕德成立了他的波克夏·哈萨威公司。当发现了这一机会之后，兰帕德接手了凯马特53%的债务份额，从而赢得了其破产进程的控制权。花费不到10亿美元的成本，他赢得了对230亿美元零售业务的控制，并且在2003年春季成为主席。兰帕德对运作链条中的财产进行逆向操作，卖掉了超过70家店铺以使他们具有的大量房地产价值（大约10亿美元）得以变现。另外，兰帕德还压缩经营成本并进一步开始了涉及金额达数百亿美元的收购战。同时，凯尔玛公司的股票价格大幅上涨，从疲软时的每股15美元，上涨到2004年10月的120美元。接下来，兰帕德再次出击，利用他所拥有的具有较高价值的凯尔玛的股票，策划了与西尔斯百货公司（Sears）的兼并。西尔斯百货公司是凯尔玛的竞争对手，且规模在其之上，那时西尔斯的股票价格也大幅下跌，并且处于一个相对艰难的时期。这一兼并在2005年3月完成，从而西尔斯资产转化为了凯马特资产。

学者们都纷纷预言兰帕德能否扭转西尔斯的不利境况。同时，令许多观察者感到惊诧的是，兰帕德自己成为了西尔斯的主营销商和零售商。一些人说，这只是一个缓兵之计，当价格合适的时候，兰帕德会卖掉这些零售业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

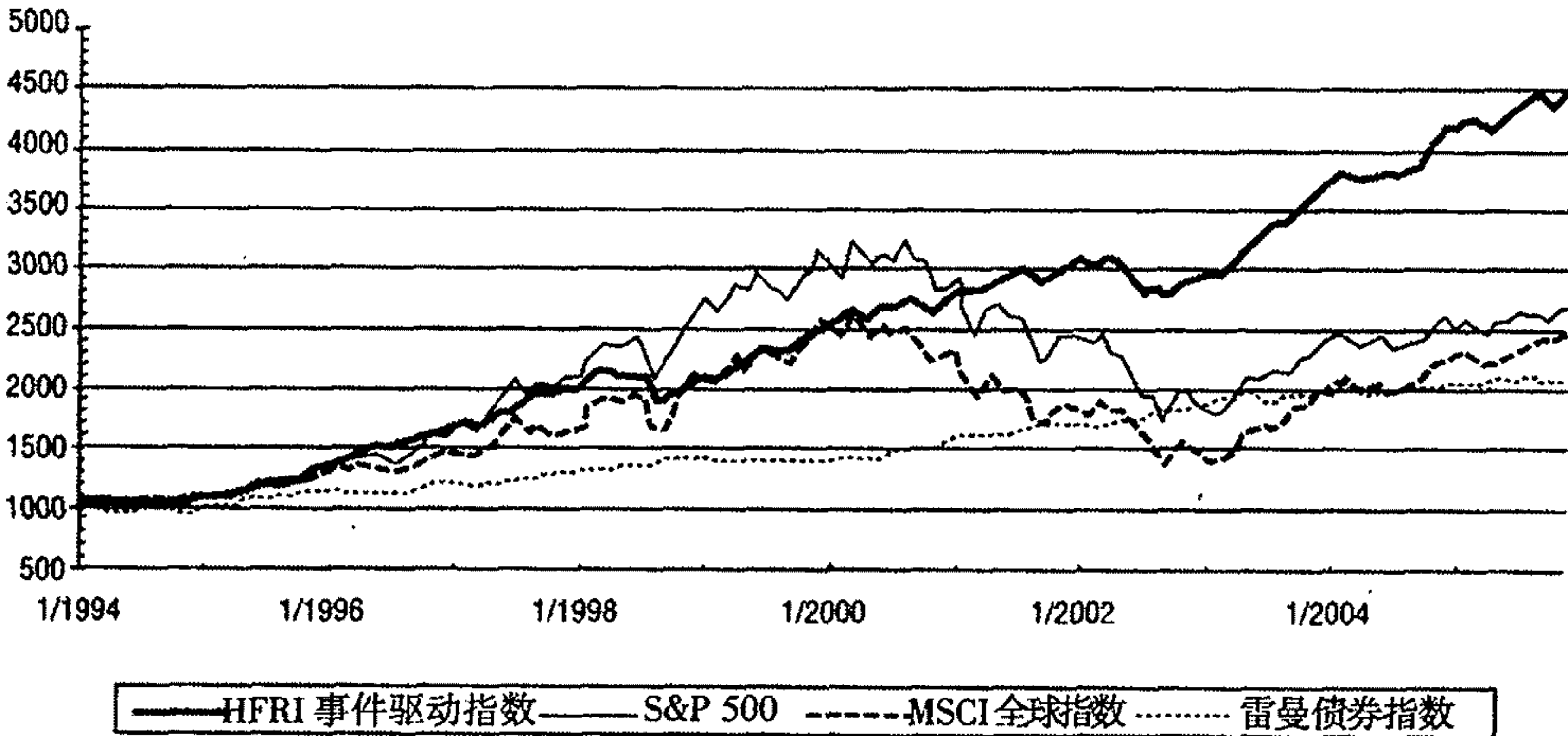
并进行更加有利的投资。其他的大型对冲基金，例如Perry Partners、SAC资本管理公司（SAC Capital Management）以及Citadel都认为作为同道中人的兰帕德不仅具有管理对冲基金的能力，同时还具有整合零售业务的能力，所以他们都在西尔斯百货公司投入了大量的资金。在最近的一期报表中（2005年9月30日）可以看到，西尔斯持股最多的25家股东中有9家是对冲基金。

业绩表现

在我们的研究中，1994~2005年的12年间，表现最佳的基金都使用了事件驱动策略。这种策略获得了13.3%的第二高年回报率，大概比ELS少了1个百分点，但是其标准差却远远低于ELS。事件驱动的风险调整后的收益率在所有的资产类别中位居第二（稍低于困境投资），事件驱动的夏普比率是1.47，是MSCI全球指数的5倍、是雷曼政府/信用债券指数的2.5倍。图5.1给出了HFRI事件驱动指数的累积回报率以及与基准的比较情况。这一策略的收益率比股票指数高出80%，比债券指数高出了160%多。

图5.1

累积业绩表现：HFRI 事件驱动指数 VS.一些基准



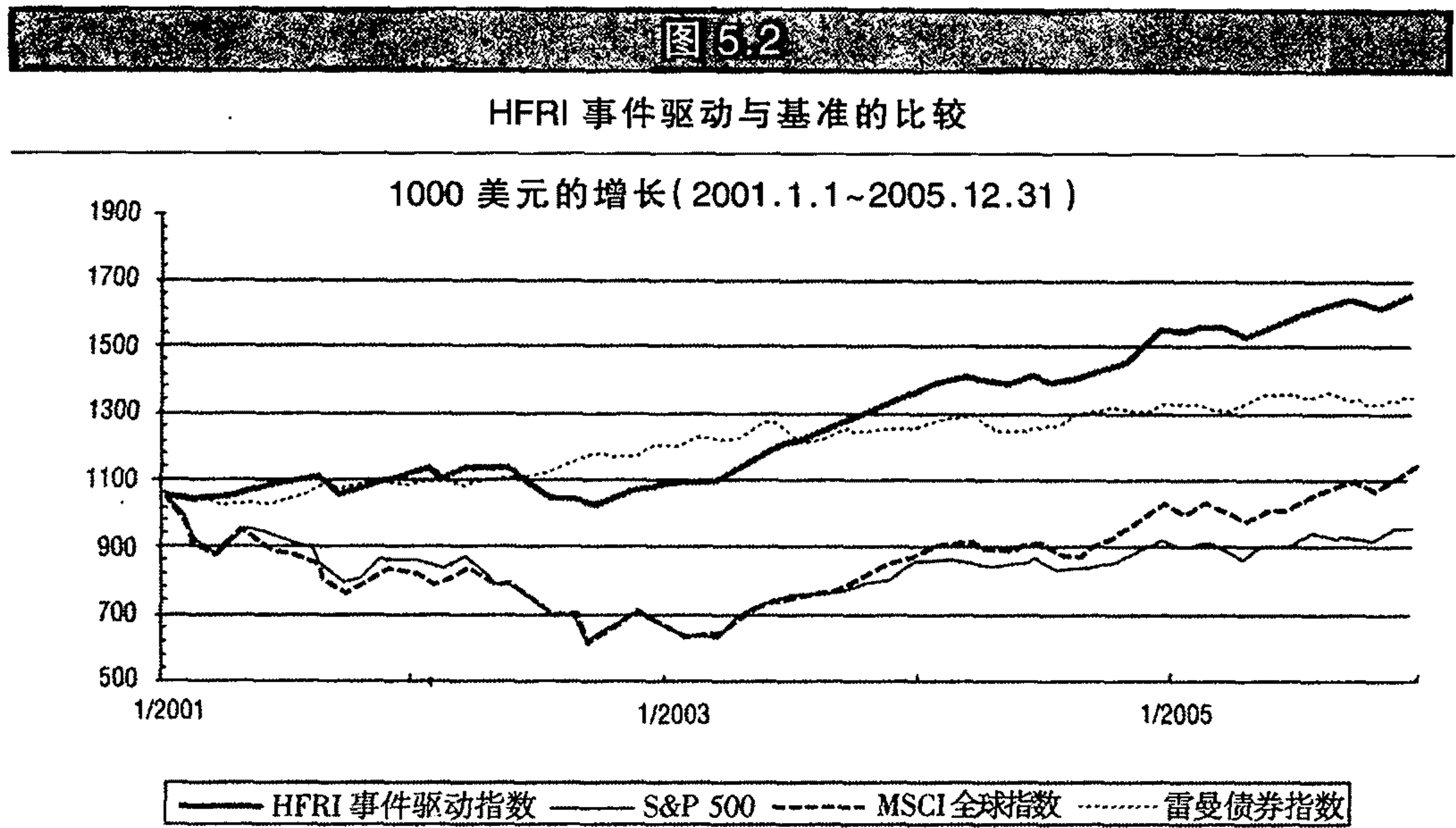
资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，事件驱动基金经理在很大程度上避免了2000~2002年熊市的影响。在标准·普尔以及其它全球股票市场指数下落之时，HFRI事件驱动指数升幅在2000年高达6.7%，2001年超过12%，2003年大致为4.3%。我们对直到2005年12月31日的前五年的数据进行研究，发现HFRI事件驱动指数是表现第二好的策略，仅次于困境投资10.7%的年回报率，而这一回报率具有的夏普比率为1.4。图5.2给出了2001年1月1日到2005年12月31日的情况。可以再次看到，当全球股票市场最终恢复到正常水平时，事件驱动投资者的比例已经超过了65%。实际上，从2003年到2005年，事件驱动基金均位列表现优良的对冲基金的行列。

图 5.2

HFRI 事件驱动与基准的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors, HFRI, and PerTrac.

优 势

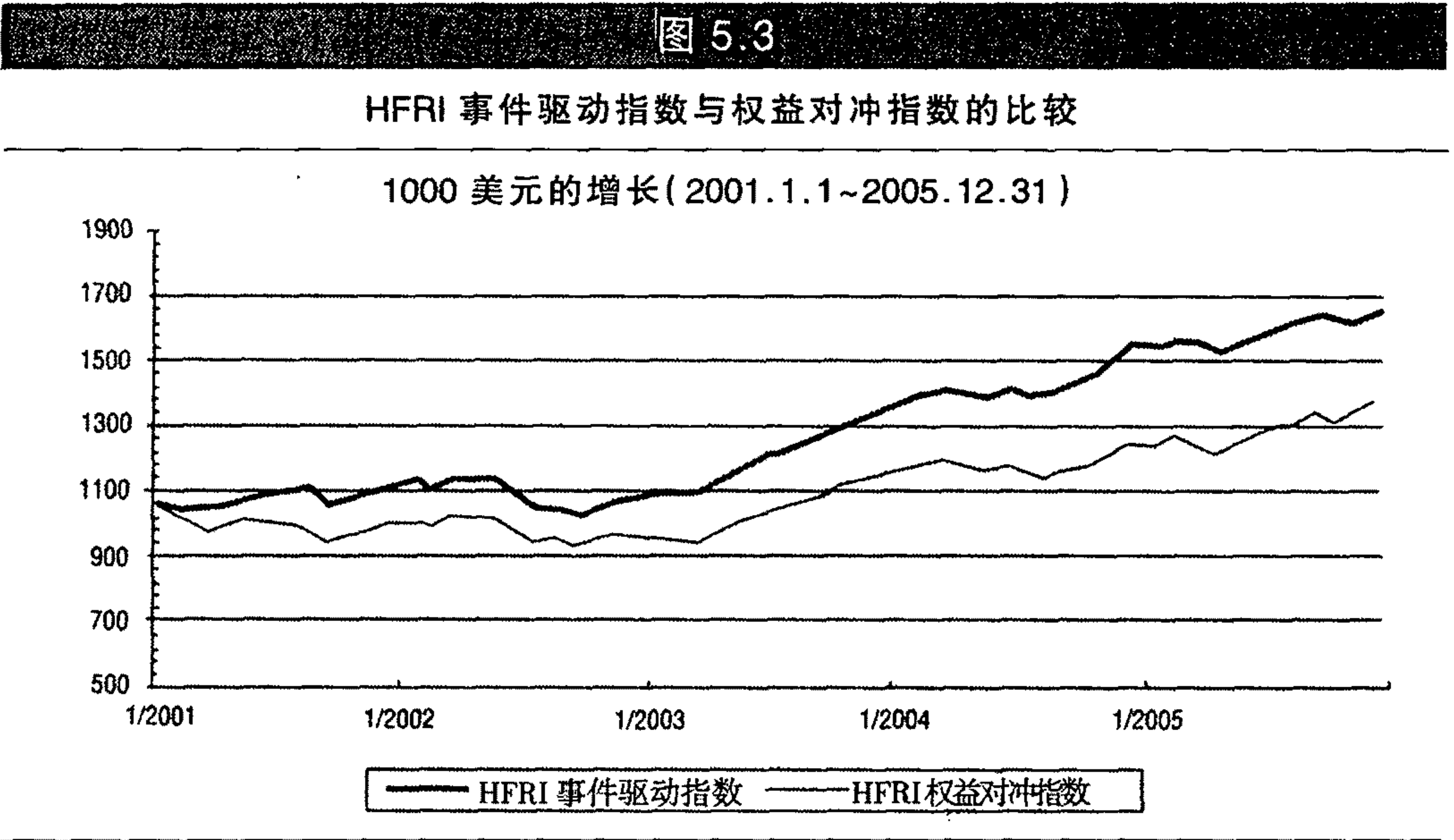
事件驱动投资拥有两个主要优势：业绩的持续稳健性以及基金经理交易的技巧性。可以这样认为，事件驱动策略是相对独立的。1996~2005年，事件驱动策略的投资在对冲基金所有的投资策略中从未排至最后一位（根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HFRI的数据得出），而最流行的策略，ELS却在2001年和2002年的熊市中排过最后一位。从图5.3我们可以看到，在过去五年的艰难时期中，与HFRI的权益对冲指数（Equity Hedge Index）相比，这一策略的表现是多么的优异。

图 5.3

HFRI 事件驱动指数与权益对冲指数的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

事件驱动策略的第二个主要优势在于事件驱动的基金经理都是些顽强且坚定的交易者。当然，并不是所有的事件驱动基金经理都依靠这种品质获胜，但是，那些最成功的基金经理却总是一次次的依靠它取得成功。可以通过比竞争对手更加强硬来扩大自己的优势，这一方法在交易争夺激烈的情况下更加奏效。也许，最声名狼藉的应该是卡尔·伊坎（Carl Icahn）的故事了，他用20多年的股权投资活动书写了一部激进投资的圣典，并且创造了如"绿色邮件（greenmail）"等行动。虽然是对冲基金界的新手，伊坎在过去的一年中不顾另外一家事件驱动基金——Perry Partners的支持而强迫Mylan公司放弃收购国王制药（King Pharmaceuticals）的计划。之后，他与另外一家对冲基金——JANA Partners联手，利用对代理权进行威胁，强迫科尔·麦吉（Kerr McGee）公司分离其化工部门并且利用借款来建立一个40亿美元的股票回购计划，以抬升股价。于是在交易中，作为卡尔的对手并与之竞争，对于人们来讲有如噩梦一般。盛传，伊坎会常说一句话"如果你想要一个朋友，那就找一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只狗好了"。

劣势

事件驱动策略具有两方面的劣势：与全球股票市场的关联性以及与交易或事件相关的风险。从1994年至2005年，事件驱动的投资策略与全球股市具有较高的相关性（大约0.7）。并且，事件驱动与权益对冲指数之间具有高达0.8的相关系数。HFRI的事件驱动指数在2002年表现最差，下降了4.3%，但这一表现要好于股票在最近刚刚结束的熊市中的表现。我们该如何理解这一相对较好的表现呢？

答案在于，事件驱动投资策略与股票的相关性是在其较高的一侧。因为标准差较低，事件驱动与MSCI全球指数之间的贝塔值仅为0.32，而与标准·普尔之间的贝塔值更低至0.29。这两个数值都要低于ELS在同一时期的对应值。简单的说，事件驱动的市场风险要小于ELS。同样也可以认为，一些事件驱动基金经理，尤其是激进型的投资经理，受到股票市场波动的影响相对较小，因为是他们自己促进了公司的转变，进而为自己创造了利润。

第二个方面的劣势是事件风险，尤其是与兼并套利直接相关的事件风险。例如，并购不能顺利进行，兼并套利将会为对冲基金带来损失。兼并失败通常由以下四个原因中的至少一个造成：（1）当公司的经营业绩出现全面的压力，不论是兼并活动中任何一方存在问题，都会导致兼并活动难以为继；（2）在股票市场相对较弱的环境下，被兼并公司的股价下跌会造成同样的结果；（3）利率风险，尤其是剧烈变化的利率。利率上升会威胁为兼并进行融资的活动，并且会影响被收购公司的偿债能力；（4）当兼并交易的任何一方发生了重大事件时，未预见到的不利变化将阻碍兼并交易的进行。可以回顾我们关于JNJ和GDT的例子。食品与药品监督委员会强制GDT召回存在问题的去纤颤器，虽然这些产品在不出几个月的时间内又在市场上出售，但是这一事件最终使得GDT公司的股价大幅下跌，这就使得持有GDT公司股票多头的套利者产生了重大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

米奇·哈利
(Mickey Harley)

梅隆HBV选择策略有限责任公司总裁及首席执行官(CEO)

作为梅隆HBV选择策略有限责任公司的创始人、总裁以及CEO,他同时还监督梅隆的三个事件驱动投资经理和三个困境投资经理的工作。在1999年建立梅隆公司之前,哈利曾经是Milton Partners的首席研究员。在Milton工作期间,他致力于分析投资机会,发展新的投资策略并且全面管理风险套利的投资组合。他同时还管理着Milton的事件驱动困境投资私募基金。在这之前,哈利是Allen & Company公司的副总裁兼董事。在Allen工作期间,哈利负责套利部门的日常管理和投资策略的选择,他所管理的资产规模超过了1.5亿美元。同时,他还负责有关投资银行的工作,在集中进行重振资本和银行业投资的私募基金担任副经理。

1986年哈利先生在耶鲁大学获取了化学工程的理学学士学位以及经济学的文学学士学位。1990年,他又在耶鲁大学的公共与私人管理学院获得了硕士学位。HBV在2002年成为梅隆金融公司(Mellon Financial Corporation)的全资子公司,并且在纽约和伦敦同时设立了办公室,还在香港建立了研究团队,管理的资产高达12亿美元。

⇑ SK(Sam Kirschner):哈利,作为数家国内和全球事件驱动基金的经理,毫无疑问你在寻找所有类型的公司重组事件。这样的事件既有可能在繁荣的市场中发生,也有可能在衰退的市场中发生,是这样吗?

➡MH(Mickey Harley):是的。从理论上来说,事件发生与否与市场本身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无关,在我们的工作中,这是基本准则之一。当经济高速增长的时候我们可以做得很好,因为高速增长的经济为我们创造了很多兼并、收购以及改组的事件。而当经济急速衰退的时候,又为我们创造了很多破产和其他形式的改组事件。这些事件都是我们所需要的,稳定的市场是我们最不想看到的。

⇑SK:*就如同现在的市场?*

➡MH:是的,就像现在的市场。流动性降低使得合约的风险贴水增大,结果好的操作建议与较差的操作建议就变得不易区分了。

⇑SK:*听起来很有趣,不过我们稍候再谈论这个问题。现在先跟我们谈谈你的基金吧。*

➡MH:没问题。我们在美国的基金致力于寻找持续的风险调整后的收益,这依靠在美国和加拿大的事件驱动投资来实现。我们同时还拥有欧洲基金和亚洲新兴市场基金。同时,我们所有的基金都倾向于关注中小盘公司所发生的情况。

⇑SK:*你的目标资本是多少呢?*

➡MH:这一点是同我们每个地区所关注的焦点相关的。对于亚洲的事件驱动基金来说,我们近期的目标可能是2亿或者3亿美元。资本问题总是存在。也就是说,正如你所看到的也是我们所跟随的潮流一样,在遇到规模较大的情况时可以临时筹措大量资本。

所以,我们主要的投资者是那些愿意放弃流动性而换取高额回报的人,所以我们追求横袋(Side Pocket)的投资策略。正如我们与丹尼(Denny)的交易一样, 那对于我们来说是一个很大的成功。但是为了保护核心的投资组合,我们对风险暴露进行了限定。如果在那时我们拥有这样的一个投资团队的话,就可以为我们的投资者提供更高的风险暴露,并且这也正是他们所希望的。从战术的角度来看,我们可以在那时做成一笔更好的交易。我想,如果你观察其他较大的事件驱动基金的话, 有相当一部分资产配置于这种需要限制流动性的一次性的横袋交易中。所以,这就是扩展你基金规模的交易。

⇑SK:*你的公司现在有多大规模呢?*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡MH：我们现在大约有50人，其中40人是专业的投资人员。所以相对于我们的资产来说，人员显得有些过多。但是，我们正在试图将经营的规模扩大，而且这也是我们一直以来努力的方向。首先建立起来，然后如果我们能够取得收益，那么就让资产不断的流入。

⇑SK：*现在有多少项投资在你的投资组合中呢？*

➡MH：在我们的全球基金中，复合策略基金会有60到100项投资。每个地区的子基金，例如美国地区的事件驱动基金一般会有20到25项投资。我告诉每一个子基金的投资经理的是：我需要你们最好的建议。如果不是最好的投资建议，就不要在基金中进行实施。这正显示了我们所面临的内部问题。现在，很多时候我们都觉得需要将投资多样化，所以总是将一些欠佳的投资方案在基金的投资中进行实施。我们的组合正在进行更加分散化的配置以迎合这一目标，在每一个单独的投资组合中投资的项目达到了100，而在复合策略的组合中，达到了数百。通过对我们过去几年业绩的研究发现，过度的分散化投资将会对我们的业绩造成负面影响。为了在历史分析的基础上提高我们的业绩，我们需要将投资集中在一些项目上并且对每一个项目进行更加深入地研究。为了降低集中投资为我们带来的风险，我们将降低投资中使用的杠杆比率。

⇑SK：*那么此时你在基金中扮演什么样的角色呢？*

➡MH：我们每一个地区基金都拥有自己的投资组合经理以及研究团队。我作为一个交易者和研究者，是站在全球的视角进行工作的。理论上来说，如果不是同时出现在全球投资基金中的话，那么任何重大的投资都不应由地区基金进行实施。但事情并不总是一味如此的。有些地区基金经理会就日常的投资活动与我进行交流。当他们进行了一项正确的投资时，这一投资策略也会被全球基金所采纳。

⇑SK：*对于直接投资全球基金还是地区基金，你是如何评价他们之间的利弊的呢？*

➡MH：很明显，投资于全球基金的优势在于其多样化的投资以及我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资技巧。从地区基金的方面来说，因为多样化的程度较低，将意味着较高的风险以及较高的潜在收益。但是，你同时也可以参与到地区的投资事务中。所以，如果你现在是亚洲地区的资本大鳄，并想在此地区有所作为，梅隆HBV亚洲事件驱动基金将为你提供加入其中的机会。同时如果你需要的是更加多样化的投资，那么全球基金可以为你提供这样的机会。非常确定的是，全球基金的稳定性一定高于地区基金。

⇑SK：好吧，接下来可能是我们访谈中不那么令人舒服的部分了。这就是我对每个经理都会提出的问题，请你给我们讲述一个在你的交易中使你最沮丧的案例。即使是最好的基金经理也会经历这些，对吧？

➡MH：是的，没有人可以避免。对于我们来说，我想说是U-Haul的投资，我们陷了进去。

⇑SK：是如何发生的呢？

➡MH：嗯，让我们来看一下。那是在2003年，U-Haul是一个家族经营的公司，股东对其前景普遍看衰。公司的财务状况似乎不够透明，同时伴随着大量的资产转移。他们的资产几乎是一个骗局，我们分析了公司经营的基本面，并且预期将会发生的事情。结果是，这样的公司将会被金融市场所惩罚，我们预测他将申请破产保护。

那时公司的股票在每股10到15美元的水平上进行交易，我们对于股价下跌的估计非常有信心。所以我们卖空了股票。不出所料，U-Haul申请了破产保护。但是，股价并没有下跌至1美元，而每股价格仅仅下跌到了3到5美元，我们认为这是非常蹊跷的现象。你知道的，股价应该下跌至零！所以，我们又卖空了更多的股票。但实际上这违反了我们投资的原则：当事件发生后，你不应该继续进行交易。不论输赢还是平局，都应立即停止交易。但是我们是如此自信的认为股价将跌至零，以至于当发现它并没有按预期下跌时，我们都是很震惊的。

现在看来，有很多技术上显示有力量保证股价并不会跌至零。因为家族的净财产是同股票联系在一起的，所以家族赢得了最后的胜利，而我们则是真的玩火自焚了。不仅仅是作为空头的损失，而且我们在战术上输给了管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着U-Haul的聪明的家伙。这使得我们损失惨重。

⇑SK：你那时就预料到前景黯淡？

➡MH：不是的，其实从输掉之后我们就开始恢复了，但这一次我们付出了高昂的代价。我认为那一天，我们的业绩下降了400到500个基点。而这一切发生在了我们希望有10%到15%的增长率的基金身上，确实是沉重的打击。所以，可以说那是我们曾经进行过的最糟糕的交易，我们确实被愚弄了。有很多基金那时也持有U-Haul股票的空头，所以其实很多人的想法是相同的。我们希望能在那样的情况下取得最好的收益，当然这次没有成功。

之后，我们就对自己的投资过程进行了重新评估。我们不得不承认，在这样的情况下，我们做错了。那么该如何防止这种情况发生呢？直面事实而且一旦一个事件发生了，就立即退出。另外一点是，当我们占有空头位置的时候，应该购买核心保护。除此之外，我认为在那一次事件中，我们过多地依赖于公司中的新手所进行的分析及决策。老手们都听从了他们的说法。当然，我并不是说没有经验的人就是能力较差的

⇑SK：好的，非常感谢。现在让我们来看看另外好的一面。很明显，这一方面才是经常发生的：一向进行的很好的交易。你之前曾经提到了丹尼（Denny）。

➡MH：就让我们来谈谈丹尼这个连锁经营的酒店。我猜想大概两年以前丹尼开始进行基础层面的转变。他们引进了新的管理团队，并且使之发挥了作用。但是公司的杠杆比率和债务成本仍然过高，所以其债券的交易在50美分左右，而股票的价格一直停留在30美分的低位。

我们希望在公司中获得权利，所以我们感觉到下一步应该购买可转换债券。通过购买相对便宜的债券来最终拥有公司的权益，而这家公司看起来正在向好的方向发展，并且将在财务层面进行重构。在我们持有债券的早些时期，果然看到根本性的转变开始加速。而这时感受到的是价值增强的转变，于是应该使用现金交易来代替购买可转换债券，这样你可以降低债务成本以改善资产负债表。

于是我们开始购买股票，开始参与管理。开始的时候他们并没有太高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣来与我们进行交流。债券持有者并不希望拿回现金，而是希望拥有公司的权益。我们将持有的债券卖掉同时购买更多的股票。这种做法使我们与公司成为对手，但是我们会坚持去做我们认为正确的事情。当一些13-D条款被触动并且与管理层进行了一些交流之后，他们终于可以从我们的角度来看待问题。我想这对于每个人来讲都是显而易见的，如果你不按照我们所计划的那样进行下一步的工作，那就将产生代理权的争夺，进而推翻董事会。结果，所有的人最终走到了一起。

这样，我们就做了一个9000万美元的PIPE（私人投资上市公司股票），同时管理层同银行进行了新的交易。另外，新的债券交易每年为公司节省了0.25亿到0.35亿美元的利息支出。这仅仅是故事的一半。真正的故事发生在重新安排管理层之后，公司有了重大的转变。所以，这是一项很成功的投资并且进行的很顺利。

⇑SK：*所以，股价从30美分上涨到……？*

➡MH：上涨到了4.5美元到4.75美元之间。

⇑SK：*结束前的一个问题，现在的事件驱动基金经理是从哪里寻找机会的呢？*

➡MH：当今世界最重要的特征就是全球化的趋势，美国在全球经济中的重要性有所下降。我们正在同其他经济体进行竞争。中国是被讨论的最热门的国家，印度次之。巴西以及其他拉丁美洲国家在世界经济的舞台上似乎正扮演着越来越重要的角色。我认为在接下来的50年中这种趋势会很自然的延续下去。这也是全世界民主进步的结果。民主政治导致了资本化，而资本化将会带来经济中投资机会的改变。当你领会到了这一点，可能会问：我应该将我的资金投向何处？我认为答案是显而易见的。因为美国的对冲基金市场吸引了大量的资金和基金经理，越来越多的事件驱动投资机会在欧洲、拉丁美洲和亚洲出现。以欧洲为例，公司的购买者们在接手公司的时候不仅与股东进行协商，也越来越多地与风险套利投资机构进行谈判。结果，风险套利者在其中扮演的角色就如同激进型的美国债权人在公司出现困境时所扮演的角色，二者都想对公司兼并的结果施加影响。投资者同样想对美元主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导的以美国为中心的投资保持谨慎态度,那么你需要全球化的分散投资,因为地区投资都具有不稳定性。

⇑SK:最后给读者提供一个选择基金经理的建议吧?

➡MH:在选择对冲基金的时候,你需要对基金经理有所了解,这是非常非常重要的。你需要时时刻刻都对基金经理有所了解,因为他们都在成长而且确实会改变。你需要与他们保持联系。那个家伙是否变得非常富有,并且新结交了三个女朋友?他的生活习惯是否突然改变,并且不再关注球赛?如果是这样,你很有可能要蒙受损失了。

我的投资者们都清楚,我有一个妻子和孩子。我们都住在长岛(Long Island)的一个小镇上,那里也是我成长的地方。通常与我交往的人都是些有分寸的人。但是我们都知道,这一切都有可能在一天之中改变。正如他们所说的,你与你的上一任一样的好。而且,和在其他高速变化的产业中一样,如果你犯了太多的错误,你将会很快出局。我想一旦你意识到这些,你就不会变得太迷惑了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

事件驱动策略：困境证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

事件驱动投资的第二个分类是困境投资。所谓的困境投资机会一般会在三种情况下出现：当一个公司的财务情况急剧恶化，导致债务评价下降甚至不能履行时；当一个公司无法履行所有债务而寻求破产保护时（重组）；以及，在不利条件下公司申请（流动性）破产时。Magnum Funds的经理迪恩·弗里兰德（Dion Friedland）说："破产法第七章使得公司停止所有经营业务并将财产用于归还债权人的债务；破产法第十一章给予公司继续经营的法律保护，公司要致力于通过重组等形式来清偿债务，这一过程通常由公司主要债权人组成的委员会来进行操作。这些主要的债权人包括提供贷款的银行、提供公共事业证券化的机构、其他一些被拖欠材料或服务款项的供货商，以及债券持有人。"

"股东也会是委员会的成员，但是在分配公司资产时，他们即使能够得到一些，也是很少的。如果在破产的过程中，公司的资产不足以清偿所有的债务诉求，那么股东就只能被扫地出门，因为不论是在清偿还是在重组中，他们都是最低级别的受益人。所以困境证券的投资者主要关注的投资目标是银行债务、应付账款（由公司拖欠供货商的货款或者服务费用组成），以及可以议价的债券（这些债券在破产清偿中的清偿顺序不同，有些级别较高而有些较低，参见www.magnum.com）。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困境证券交易及投资策略

参与困境证券的投资有点像通过窥镜来观察事物。在一瞬间，所有好的会变成坏的，而所有坏的会变成好的。“2002年是一个糟透了的年份。”拥有85亿美元规模的艾威基金(Avenue Capital Group)的创始人也是合伙经理人马克·拉斯瑞(Marc Lasry)如是说。但他是带着微笑来说这句话的。“对于别人来说是最差的时期，”拉斯瑞说，“但对于我们来说是最好的时期。”

困境投资基金经理(这些经理们很少会陷入困境，但他们所投资的证券通常都是这样)经常寻找那些未被充分关注的证券。很显然，在这种情况下存在很大的错误定价的可能性。同时，他们也分析一些非常复杂的投资，而那些投资需要对晦涩的法律条文进行深入的研究。因为资深分析师很少涉足这一类型的投资，或者不想做这么繁复的工作，所以大量的获利机会就存在于困境证券中。通过研究和辛勤工作而获得大量相关知识的困境证券投资者们尝试通过以很低的价格来购买困境证券以降低自己蒙受损失的可能性。所以，在过去的12年中，这一特定的策略产生了持续的高额的回报。

困境投资基金经理在寻找投资机会时会关注很多权益重组事件的发生，破产和流动性只是其中的两个例子。其他的情况包括因为法律、欺诈、税收留置以及高管变更所引致的重组活动等。通常，这一类事件会导致公司证券的价值被低估。财务的复杂性和大量的法律条文往往会使很多人，尤其是那些仅仅进行短期投资的人望而却步，他们往往会丧失这样的投资机会。

在投资界，困境投资通常被看成是不体面的投资活动，所以大多数职业投资者并不愿意走这样一条路。进行成功的困境投资要求投资者必须成为少数人之一，而成为少数人就使得困境投资分析师自然而然拥有了某种优势。

但是，这一领域的竞争却是异常残酷的。最好的投资者往往就是那些经历着市场上的血流成河、听着极大的利空消息、看着其他投资者慌乱的样子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而笑逐颜开的人。在这样的时刻，困境基金投资经理就具有优势了，他们可以从其他投资者那里购买证券，那些投资者是在证券评级较好时购入证券的，而此时又难以对证券做出正确的估值。困境投资基金经理知道该如何抓住机会以及在何时以适当的价格买入证券。

实施这一策略的分析师不仅要对公司本身及其财务状况了如指掌，还要对重组所牵涉到的债权人进行研究。他们分析债权人的诉求、债权人能在多大程度上妥协以及他们的诉求的复杂程度（这一复杂程度可能在一定程度上预示着重组将持续的时间）。他们同时分析资产将会如何进行分配，以确定预期的回报是否值得等待。困境投资者为了获取最大的收益，甚至会购买该公司足够的债权或者交易权，这样他们就可以在由债权人组成的重组委员会中赢得一席之地并且对重组过程施加影响。还记得艾迪·兰帕德和凯马特吗？理论上，债权人组成的委员会可以决定重组所采用的计划，这些计划通常会包含发行新的股票以减少公司债务，所以当公司最终结束破产保护时，都会以一个更加稳健的财务状况出现，并且可能会比其最有力的竞争对手的权益负债率还要高。

最后，最佳的困境证券投资者都有十足的耐心，并且有长远投资的眼光。这就如同农民一样，知道他们的树最终会结满果实，而所需要的一切就是时间、良好的培育以及一点小小的运气。事实上，长远的眼光使得像拉斯瑞这样的基金经理可以对市场的异常情况有更深的了解，就如同他在当今的环境中获得的信息一样。“你拥有着良好的经济情况，”他有点吃惊地说“但是利率正在上升，油价一直处于高位，你的赤字规模巨大，并且美元正在贬值！”如果有教科书对良好运行的经济做出定义的话，那么做出如上定义的教科书一定还未出版。

然而，因为经济运行良好而且很多资金正在涌入以美国为投资目标的困境投资基金，很多人预测这一策略的投资基金未来的收益可能会有所下降。当问到国内的投资机会时，拉瑞斯说：“在美国仍然有很多的投资机会，但是有价值的投资机会变得更难寻找。在美国，这一领域的获利能力正在经受挑战，更多的时候，获利空间只有70或者80美分。而从另一方面来看，欧洲却有着很多吸引人的困境投资机会，抓住这些投资机会能够为基金带来更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的回报。以德国为例,它现在有近2500亿美元的不良贷款需要处置。”

为什么投资机会很多?拉斯尔解释说美国的破产进程有了深入的变革。“在1990年代，美国经历了第一次大的破产浪潮。高产的市场造就了高达10%的破产率;Manville和其他大公司都涉足了破产行业。但是司法体系并没有做好准备来迎接空前大规模的破产。结果,破产的过程长达5年之久。首先,需要认定公司作为债务人的义务;接下来,需要再次评估公司真实的价值,以及股东是否应该得到偿付,这本身将持续一年。不过这些步骤所持续的时间,也可以作为优点加以利用。”

今天在美国,这一切已经变得不同了。在过去的10到15年间,有大量的破产案件发生,而这些已经不会对司法部门造成压力。估价的听讼过程如今可以在30天之内完成。现在已经有了很多的先例可以参照,所以你就更有可能了解法官会如何对破产事件宣判。一些公司的破产进程可以在一到两年之内完成。

欧洲和亚洲的困境投资

与美国不同,欧盟(EU)国家并没有为所有国家所接受的统一的破产保护条款。所以,当一家公司面临窘境时并不能很容易的寻求到临时的支援,因为融资的渠道被法律限制着。在第五章中提到的米奇·哈里还指出:“当一家公司申请破产时,欧洲大多数国家的法律都不允许公司进行紧急融资,也不允许债权人为公司提供新的贷款以渡过难关，而公司本身也并不能像美国公司在破产保护的进程中一样，具有比其他债权者对资产更高的控制力以改善公司的经营状况。这些短期的和便捷的融资渠道是重组赖以进行的重要条件,缺乏这些渠道将导致公司财产的清算,而清算的结果是公司的资产价值将比持续经营要打折扣。”

为了应对这一情况，困境投资对冲基金同银行以及评测公司正在尝试打开突破口。对冲基金正在投资破产公司的证券,比如交易求偿权,或者更激进的基金会向面临破产的公司注入新的资产。

毫无疑问,这些投资比在美国进行的投资具有更高的风险,但是很多观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察者相信欧盟将在不久的将来通过统一的破产法律，这样破产的进程将变得更加顺畅。但是，在那之前，在欧洲困境投资的市场上仍存在着很多获得超额收益的投资机会。

另外一个可以寻找困境投资机会的地方是亚洲。因为这个原因的存在，我们将在本章结束的时候对清水资本基金(Clearwater Capital Partners)的创始人及投资经理罗伯·派帝(Rob Petty)先生进行访谈，清水资本基金本身是一家投资于亚洲困境债务的基金。罗伯特先生最有可能去找寻投资机会的地方是中国，因为那里正产生着数额巨大的不良贷款(NPLs)，而这一数额从全球范围看都是空前的。米奇·哈利同时管理着三只困境投资基金，按照他的说法，中国之所以会产生如此大规模的不良贷款是与其加入世界贸易组织(WTO)有关。因为在两年前的入世谈判中，中国承诺要向外资银行开放其银行系统，并且开始遵守全球性的银行业标准。中国的中央政府同WTO进行了长达五年的谈判以对其银行体系进行改革。这一改革面临着巨大的挑战，因为即便国有银行在过去的几年中奋力降低不良贷款的比率，其总额仍是惊人的。为了改变这种状况，中国的四大国有银行建立了资产管理公司，继而在很短的时间内将确认的不良资产剥离至这些公司。接下来，这些资产管理公司将会把这些不良贷款出售给第三方投资者，这些第三方投资者相信他们从这些不良贷款中获得的回报将超过他们的购买价格。”

很明显，如果想从这些不良贷款中获利，投资者就需要了解中国有关抵押的相关法律、当地文化、政治、原始借款者的具体情况，以及从资产管理公司购买这些不良贷款时所面临的具体情况和签订的具体条款。

重新回到美国，艾威预见到市场上将会有很多新增的困境投资机会，这是值得乐观的。“使我感到烦恼的是，”拉斯瑞继续说道，“事实上并没有使我感到烦恼。但是我们发现在我们面前存在着很多的投资机会，因为当今的市场存在着严重的流动性过剩。很多本来不应进行的交易已经进行了；意味着很多资金不充裕的公司正在举债融资，而这些债务并不要求他们在两到三年的时间进行较大比例的偿还。如果使用旧的评级标准：A代表最好，B代表良好，C代表平均水平的话，那么我们说这是一个3C的市场。”

拉斯瑞很有信心，那些交易中的很大一部分在他的困境投资基金的仔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细调查和分析研究之后，将成为他们猎取的目标。“但是我们最害怕的是，”拉斯瑞严肃地说，“发生突然性的外部事件。”他似乎是在谈论另外一次外部事件，如同灾难正在有规律的发生一般：“9·11”的严重破坏、2004年底的海啸以及2005年破纪录的灾难性飓风天气。

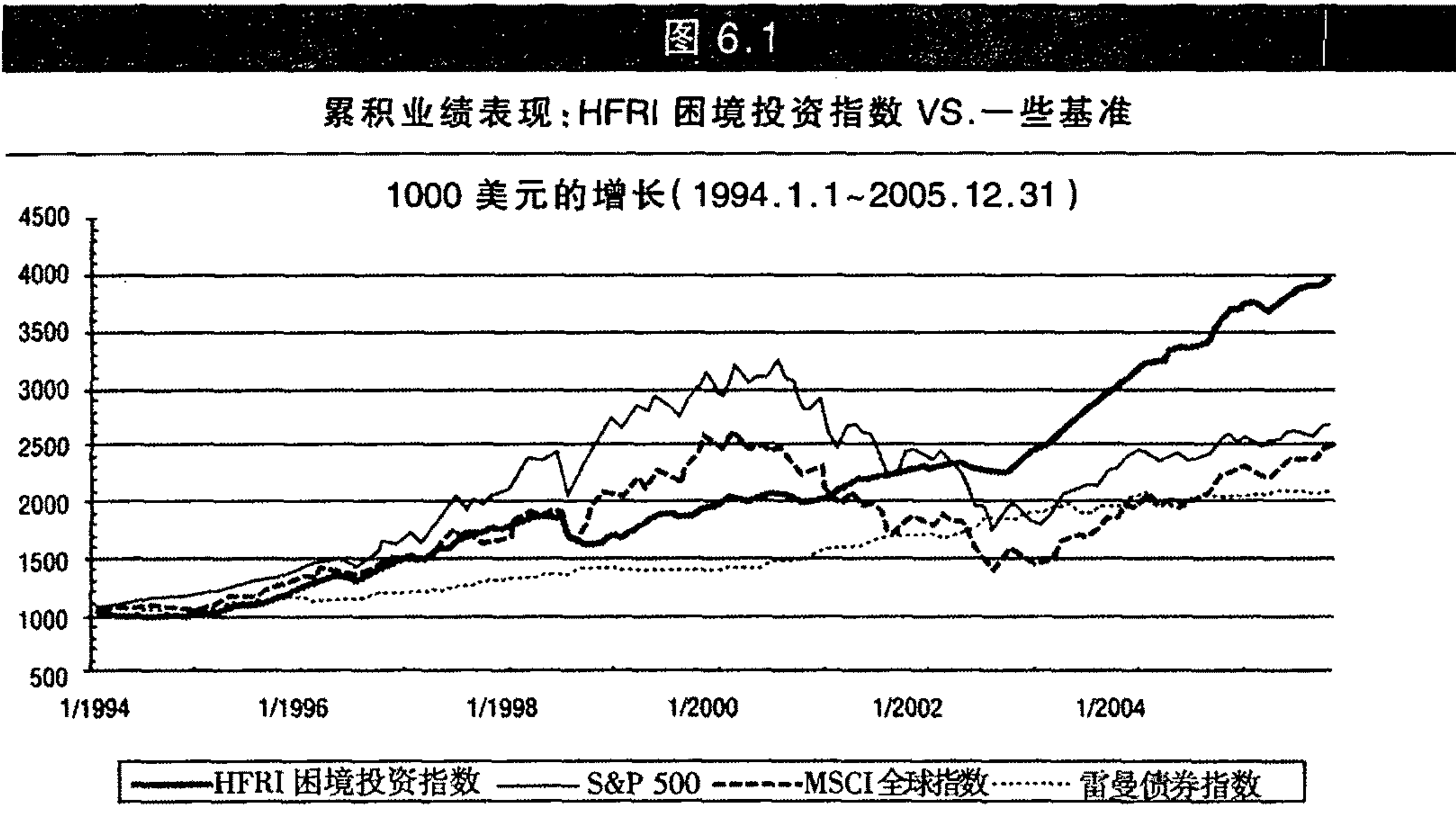
“它可能是这样的，”拉斯瑞说，“我们正在改进对于市场周期的认识。它曾经是在10年的时间里会存在两个周期发生不好的事情。但是现在，每5年或者3年就会发生同样的事情。我认为我们看到的间隔正在变短。”拉斯瑞最后总结说：“不过，这仍然是一个关于何时会发生而非是否会发生的问题。”

业绩表现

困境投资的投资者们已经为他们敏锐的投资决策赢得了大量的回报。1994~2005年，困境投资是表现第三好的对冲基金投资策略（在ELS和事件驱动之后）。在我们的研究中，其年均回报率达到了12.2%，而标准差低至5.4%。同样，困境投资在所有的策略中拥有最高的夏普比率（Sharp Ratio），为1.53。这一比率比标准·普尔或者MSCI全球指数高5倍，比雷曼债券指数高3倍。图6.1给出了困境投资相对于股票和债券的市场基准的累积业绩表现。

图 6.1

累积业绩表现：HFRI 困境投资指数 VS.一些基准



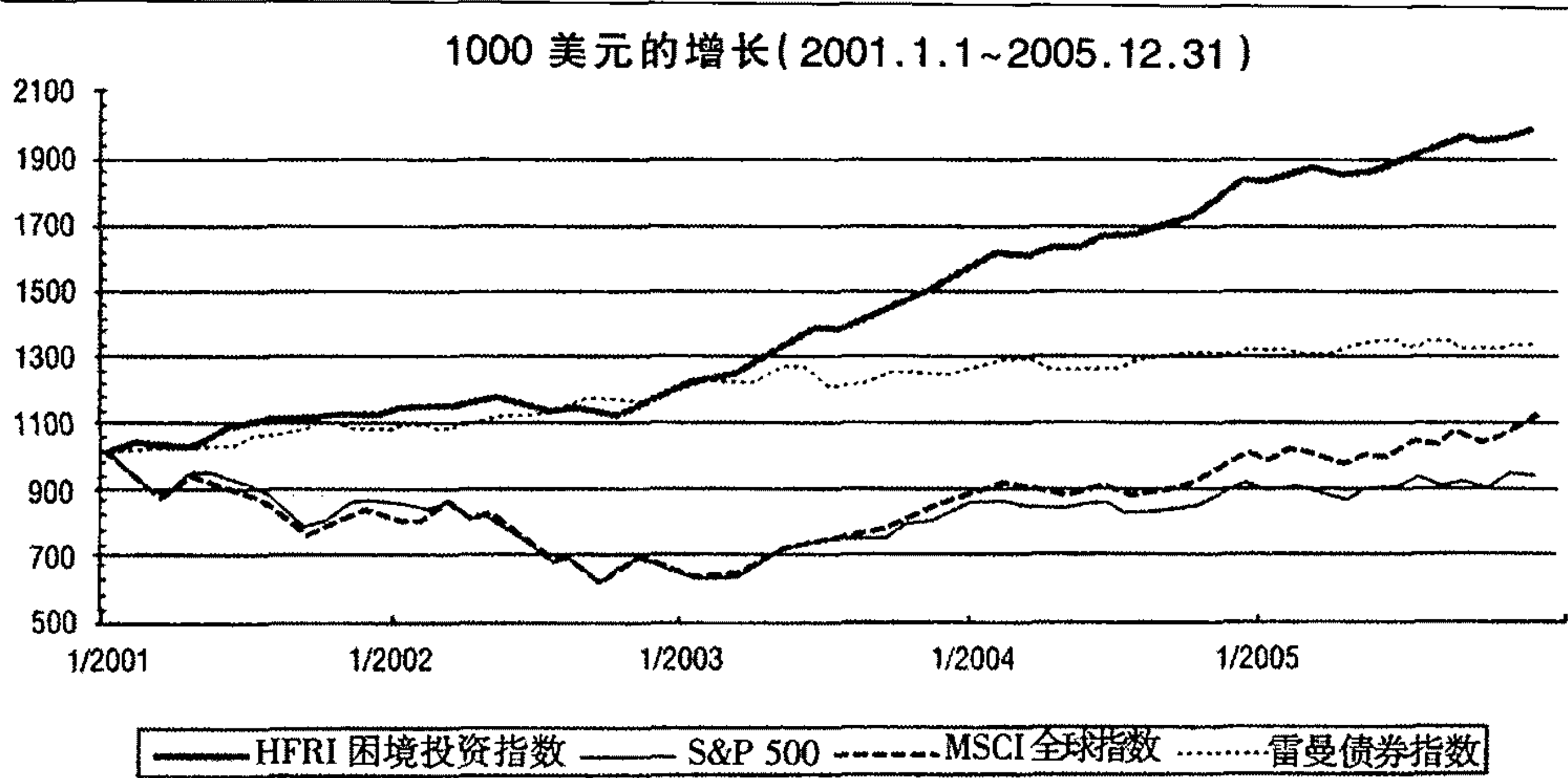
资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去的12年间，困境投资指数仅有1年出现了下降，即在1998年下跌了4.2%。在那一年，由于亚洲和东欧市场的崩溃（以及长期资本 Long Term Capital），产生了流动性危机，继而在下半年使得美国和欧洲的权益市场大幅下跌。这一策略与主要市场风险间的联动性如何呢？为了回答这个问题，我们再一次计算在1994~2005年间困境投资相对于标准·普尔和MSCI全球指数的β值。HFRI困境投资指数与标准普尔500之间的相关系数为0.47，与MSCI全球指数之间的相关系数为0.52。困境投资相对于标准·普尔的β值是0.17，相对于MSCI世界指数的β值是0.20。这一相当低的β值说明，除非是出现可以在短时间内震动整个金融系统的重大事件，否则困境投资策略与主要的市场风险之间的联动性不强。

图 6.2

HFRI 困境投资指数与市场基准的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors, HFRI, and PerTrac。

这一假定是在过去的5年中所产生的，而在同一时期内，全球股票市场的联动性很强。债券市场的表现较为稳健，由雷曼债券指数超过40%的增长率可以看出这一点。同债券市场的收益一样好，图6.2显示，在同样的5年时间内，HFRI困境投资指数以14.8%的年回报率翻了一番。事实上，不论从绝对的收益率看还是从风险调整后优异的2.79的夏普比率看，困境投资策略均是过去5年中的最佳表现者。2005年，困境投资再次成为了表现最佳的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金投资策略之一；HFRI困境投资指数最后为8.3%，比标准·普尔500指数高了500个基点，比雷曼债券指数高了近600个基点。由此，我们推断，困境投资基金在主要市场波动期间为投资者的资金提供了一个安全的避风港，不过它也会受到严重的金融危机的影响。

优 势

困境投资的基金经理提供三方面的不同优势：

1. 因为很多的投资者受到限制，所投资的债权评级不能低于事先建立的标准，或者他们不能购买破产公司的债券，所以困境投资经理的投资领域，竞争较为有限。受到限制的投资者，在持有的证券评级降低至一定水平后，必须立即将其卖掉。这时，困境投资经理们就可以以一个很大的折扣价来购买这些证券。近年来，每逢航空公司破产，都会上演这一幕，许多困境投资基金开始吞食大量有着坚实担保的信托投资证券。

当银行在年终决定通过卖出来注销很多问题贷款和票据以降低不良贷款比率时，同样的现象也会出现。困境投资的经理们可以提供银行需要的流动性，但是会把价格压低到足以让他们赚上一笔的程度。

2. 另一个困境投资基金经理赖以获利的优势在于其肯做“粗”活。有一个来自困境投资经理的领导者的例子可以说明这一点。他告诉我们他将职员派到破产公司的仓库去清点货物，目的仅仅是发现仓库中实际的货物要多于财务说明文件上的数目。有了这样的信息，这个投资者就可以购买该破产公司几乎全部的债务证券，并且在议价时将价钱压低，而在破产结束时，那些债务将得到更高的偿还额。

3. 最后，当传统的投资方法不那么奏效的时候，困境投资基金经理往往可以做的比较好。利率上升或者经济过热时，他们的机会就来了，而这样的时期对于很多的股票和债券投资者——包括ELS对冲基金来讲都是一个周期性的艰难时期。

通常的一个说法是风险决定了价格。事实上，有一个老到的交易者如此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表述："在正确的价格上，我会看到一只猴子的XX(粗语删除)。"几年前，本书的作者之一恰巧在熊士坦(Bear Sterns)的交易室里遇到了大名鼎鼎的刘易斯(Sy Lewis)，他被称为臭名昭著的、无理且贪婪的交易者。当时有人要求刘易斯为购买一支深陷困境的股票出价，而购买的数量也是很大的。那时，交易室里全是卖家，而且专家也无法使股票开始交易。当别人问刘易斯在购入大量股票后是否会申请13-D时，刘易斯坚定地站在交易台的另一端，回答说："如果是12美元的价格，我将买下整个G-D公司！"当然，刘易斯只是购入了一大部分股票。在那天收市的时候，G-D公司的股票在16美元的价位上进行着活跃的交易。刘易斯故事的重点在于，虽然可以说困境证券一定存在着风险，但是当支付的价钱合适时，他们并没有那么高的风险。

劣势

困境投资有三个主要劣势：

1. 首先也是最重要的是流动性风险。一旦购入了证券，即使是以很低的价格，困境投资基金也会暴露在流动性风险之下，此时如果基金被迫需要出售流动性欠佳的资产，将带来较大的损失。如我们之前所见，当市场像在1998年和2000年年底一样发生流动性危机时，困境投资的投资者可能会面临着严重的损失。理由在于，市场上的买家都消失了，而留下来的买家出价过低，且交易量很小。作为卖家的困境投资基金将会产生较大的损失，而他们一直持有的头寸在经过市价调整后也有可能因价值风险而带来损失。虽然大多数对冲基金投资策略(在这里谈到的是多头策略)都存在一定程度上的流动性风险，但是对于困境投资基金来说这一风险相对较大。

2. 困境投资的投资者同样面临着公司风险，也就是证券的发行人会进一步陷入财务危机，而投资者并没有对这点给予足够的重视。这一情况在重组或者破产进程放缓时有可能发生。一个面临破产的公司在这一过程中拖的越久，它就愈发会丧失竞争性，使得产出的价值下降。

3. 最后，因为有时进行一些结算是相当复杂的并且需要耗费很长的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，所以在购买银行困境债务时，会出现结算风险和法律风险。法律风险是当然存在的，困境投资公司有时会违反法律而遭到诉讼进而影响其财务状况，这种情况并不罕见。不论基金经理学习了多少有关法律的内容，他仍然有可能被那些没有预料到的法律条款所伤害。风险是数不胜数的，但是这些风险在其它形式的投资中也是常见的，包括事件风险、信用风险、利率风险、市场风险以及外汇风险等。

很明显，在困境投资中取得胜利的关键就是要拥有经验。没有什么能够替代学习经验在困境投资中的重要作用。就如同了解对冲基金的投资者告诉本书作者的那样："你使你的大部分资产从很糟糕变成不那么糟糕。"从窥镜另外一边看到的华尔街是一个完全不同的世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

罗伯·派帝
(Rob Petty)

Clearwater资本基金创始人及投资经理

山姆·科斯奇纳(Sam Kirschner)同罗伯·派帝(Rob Petty,下文简称RP)一同管理以投资亚洲特殊境况债务为目标的对冲基金——Clearwater资本基金。派帝毕业于布朗(Brown)大学,之后从1984年至1996年,他一直在雷曼兄弟(Lehman Brother Holdings)各个不同的资本委员会中工作,并且担任越来越重要的职务。他曾经在东京担任公司证券的交易者,掌控10亿美元中期票据(Medium Term Notes)的风险经理以及私募部门的负责人。在此之后,他又到百富勤定息债券公司担任企业联合组织和高额交易部门的负责人。在创立Clearwater之前,派帝是Amroc投资(Amroc Investment)的管理总监。

⇑SK:罗伯,只是简单的看一下你公司的业绩表现和营销材料,我们就可以发现Clearwater并不是你典型的从事困境投资的场所。

➡RP:(微笑)是的,我们确实是这么认为的。但是,你具体指的是什么呢?

⇑SK:最引人注目的是你的公司的结构。你知道的,人们长期以来都将对冲基金经理看成是持枪歹徒,他们在特定的市场领域有着丰富的经验,总是弹无虚发。他们雇用最好的经纪人来最大化杠杆并且坚守他的投资以应对不利的变化。通常都雇用很少的职员来帮助他们处理基金管理的核心业务。

➡RP:不是的,那不是我们从事投资的方式。同你描述的情景相比较,我们的基金公司更像是一个较大的投行的分支机构。我们的内部组织齐全,采用以组为中心的工作方式,总的来说,机构的规模较大。我们的工作并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是纸上谈兵，所以需要控制在多个国家的多项交易。我们所做的投资工作，也是很难的。

⇑SK：你们如何想到做这样的投资呢？

➡RP：从我的背景来讲，我是希望将投资的重点集中于亚洲。我们的投资主要集中于在亚洲发现的投资机会。你知道的，现在很多人都忽略了一个事实，那就是亚洲的国内生产总值占世界总量的33%。这基本上与美国的国内生产总值相当，这也是我们在那里进行投资的主要原因。亚洲是一个与美国一样大的竞技场，但是现在那里仅有相当于美国国内数目三分之一的投资者在寻找投资机会。

当然，这一地区没有吸引更多的投资者，也是有其原因的。在这一地区投资将会变得越来越难。在当地法律的管治下，使用当地的语言，在同一时间的不同国家里进行投资活动，将需要大量的人力。于是在亚洲地区进行经营需要大量的资源，所以要求我们每个工作小组要配备30个以上的人手。

另外值得一提的是，我们在亚洲进行的交易规模大都小于在美国本土进行的困境投资。这就意味着，我们需要进行更多的投资活动，而且一旦意识到投资机会的存在就要立刻抓住它。在工业部门，我们已经做了大量的工作，现在可以在不到两周的时间内着手一桩新的交易。我们可以对发生的事件做出快速的反应。我们很细致的以当地的习惯开展我们的投资活动，这也是我们公司与众不同之处。我们可以发现别的公司所不能发现的投资机会并且从中牟利，这就是我们公司投资方式的与众不同之处。

⇑SK：你将你的总部设在纽约，并在首尔、新加坡、香港以及孟买建立了分支机构。这么大规模的一个工作团队，队中的每个成员都需要保持一致，这是否是一个挑战呢？

➡RP：那对于我们来说这不是问题。公司的投资委员会由三个合伙人组成。通过共同决策以及每周就投资机会和投资组合的事项正式或非正式的交换意见，我们可以是成员保持一致。我的合伙人埃米特（Amit）居住在香港，他主要致力于信用方面的尽职调查并进行分析。另外一个合伙人布鲁诺·贝克（Bruno Beuque）居住在新加坡，他主要负责资产管理、公司的重构、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改组以及信用谈判。我们是一个合作得非常紧密的团队。

⇑SK：策略上来讲，你们正在寻找怎样的机会呢？

➡RP：我们建立了一个能够长期产生稳定现金流的投资组合。寻找相互之间非关联的投资工具，这些投资工具可以为我们提供自然的退出机制，并且进入门坎不高。现在，组合的平均费用大概在60美分左右。由于组合的多样化投资，我们每个月会有40种不同的现金流、利息或者本金得到回收。对公司现金流进行的信用投资构成了我们的收益。更宽泛的讲，那就是我们的策略。同样，当我们想要从公司的重组引致的复苏中获利时，也可以购买公司的可转换债券。

⇑SK：那么这种投资中潜在的利益是你所考虑的关键因素吗？

➡RP：（点头）首要的因素是，我们希望增强对公司的管理，那将是我们共同的利益。我们最直观的看法就是：债务重组有可能会耗费相当长的时间并且使整个公司筋疲力尽。我们希望可以尽快结束财务纷争，使管理层可以致力于管理公司，不仅仅改善财务状况，而且使整个公司保持在良好的运行状态。

同样，我们也乐于购入银行的分期贷款。银行贷款在亚洲地区总的借款额中占据了75%的比例。就我们的看法，如果你在亚洲进行信用投资，你就一定要在银行贷款市场进行投资。

⇑SK：非常明显，你的工作团队致力于详尽的信用调查，而那也是你唯一可以参加困境投资的方式。但是，即使是最大程度的努力也无法消除风险，因为这并不是一门精确的科学。你能给我们讲述一个你们投资失败的例子么？

➡RP：（叹气）是的，那一次我们损失惨重。我们尽职调查的关键因素就是评估管理层在获得贷款后归还债务的意愿和能力。但是，正如你说的，这并不是一门精确的科学。

我们在印度尼西亚投资了一个玻璃公司。那并不是一个好的投资。在一个家族公司进行重组以后，我们买下了它，所以我们并不是带头的投资者。但是，该公司在九个月以后停止了偿付，并开始进行第二次重组。回头去看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我们发现低估了其资本支出的需要。你知道的，在一个工艺复杂的工厂中制造玻璃需要大量的资本并且需要比我们想象的还要高的资本利用率。最后，该项投资以150万美元的损失告罄。所幸，这只占我们基金价值的1%。还能怎样呢？这已经是最好的结果了。

⇑SK：那家公司现在如何了呢？

➡RP：我认为他们还算过的去，正在偿还债权人的一些借款，但我认为我们结束了那项投资是非常明智的选择。

⇑SK：你有想过将那家公司诉诸法律吗？

➡RP：总的来说，虽然法律允许我们这么做，但是我们并没有选择法律手段。我们需要选择最好的策略，所以需要考虑是否真的值得我们花费时间和精力去做这样的事情。通常，答案是否定的。尤其是在印度尼西亚，法律对债权人并不是很有利。即使法律条文是有利的，在实践中很难发现印度尼西亚法庭对债权人做出有利判决的案例。从我们的观点来看，在那里寻求法律手段来解决问题并不是很实际的。

⇑SK：这样看来，印度尼西亚的投资环境并不是很好。那么，与此相反，你有发现哪个国家有很多较好的投资机会吗？

➡RP：印度。印度如今在投资者中受到普遍的欢迎。印度债务领域的完善程度不如其上市权益投资和私募权益投资领域的完善程度。现在，我们有一个六人小组在那里从事工作，我认为我们在那里的交易正处于关键的时刻。令人欣喜的是，从全球的视角来看，印度在多个行业的竞争力都在增强。

⇑SK：给我们讲一个你最近在那里进行的投资活动吧。

➡RP：好的，应该是加尔各答电力（Calcutta Electric）。他们是一个垄断的私人部门，负责加尔各答市的供电以及电力分配。他们的投资者是印度实力雄厚的财团并且公司的业绩很好。由于当地政府通过一个比较高的管制比率进行干涉并且加尔各答电力供电地区偷电数额庞大，导致了公司的破产。我们对当地工业进行了全面的研究，认为存在着较大的电力缺口。因为与印度借款人的不良贷款相关，所以我们认为很快就会对该公司进行重组。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，法庭重新考虑了公司对比率提高的申诉并且很快就会做出决定。另外，对偷电的惩罚将会严重的多。

在同一时间，公司的交易价格仅仅是两倍的EBITDA（息税前利润）。我们花费了很长时间来获得足够多的债权。通过与公司以及金融顾问一起工作，我们成了重组过程中的重要参与者，并且可以确保重组的成功进行。那时也有很多其他的债权人以及繁杂的谈判工作。一般来说，我们的投资能为我们带来相当于本金两倍的收益，而且余下的投资至少还会获得这么多的回报。复杂的情况需要我们进行细致勤勉的工作，但是同时也带来了大额的回报。

⇑SK：*很好。你对于形势不好的投资，例如玻璃公司，有着很很准确的判断。那么，在另一方面，你为什么不给我们讲述一个完完全全成功的案例呢？*

➡RP：你知道的，我们确实进行过这样的投资。我猜如果没有这样的投资，我们现在应该已经不在经营了吧。

⇑SK：*例如？*

➡RP：好吧，可是事实上我们真的是不愿意依靠过去的成绩来过日子。

⇑SK：*理解。*

➡RP：在这一次交易中，只是和上一次一样好而已。

⇑SK：*（等候）当然。*

➡RP：好吧，我想我可以谈谈伊德泰发展（Ital Thai Development）的例子。在我们以前的投资中，这仍是一个令我们振奋的案例。伊德泰是泰国本土的建筑开发商。他们承建了曼谷机场的工程。为了获得足够的资金，公司向债权人出售了一系列复杂的期权，依我们看来，他们还提供了一些基于较弱的担保的债务工具。即使了解到银行可能不愿意购买，他们仍然提供权益投资的机会。但我们却不介意购入股票，并且因为股票存在估值过低的现象，我们就将所有的可转债都转换为股票。最终，当公司公开上市时，股票的价格超过了我们购入的价格，我们投入的资产变为原来的3.1倍。那是我们所期望获得的投资，而且这也是股权投资的一个成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，日复一日，股票并不是持续上涨。我们最主要的收入仍然来自于分期贷款的偿还以及现金。我们的投资者很高兴看到我们在中长期可以在计算杠杆前取得一个15%到20%的内部净收益率（IRR）。就是这样，我们就是追求收益的人。

⇑SK：我理解Clearwater基金要求锁定投资者资金两年的规定。但是这是一个比大多数对冲基金都要长的期限。你是怎么看的呢？

➡RP：两个字，长期。如果你认为我们的投资是持续两年的，我们鼓励投资者进行中期投资。那么举个例子，如果我们以账面金额一半的价钱购买分期贷款的话，那么前两年我们将收回成本，而之后持续获利，所以长期投资可以分享利润。

⇑SK：请简要的向读者介绍一下Clearwater基金。

➡RP：没问题。Clearwater基金在开曼群岛（Cayman Islands）注册，通过三只投资于同样交易的基金管理着超过7亿美元的资产。我们仅仅采用长期投资策略。谈到对冲的话，我们仅仅是在消除汇率波动带来的影响的时候使用。超过90%的投资组合都是浮动利率的或者清算资产。这样说起来，在每个投资组合中差不多有50项的投资。

我们对现在的经营感到满意。很明显，我们希望能在中国扩展业务，不仅仅在香港而且要在内地设立代表处。同时，坦率地说，我们有10%的投资在欧洲进行。欧洲同亚洲一样也是一个充满了投资机会的地方。我们认为伦敦是国际投资的中心，所以我们正计划在未来的2~5年内在中国内地和伦敦设立代表处。

⇑SK：杠杆的运用呢？

➡RP：我们确实使用杠杆，但是在所用基金中，比率被限定为1∶1。当我们认为有良好的投资机会的时候才进行杠杆操作。你这样想想：面对这个多样化、可以产生稳定现金流并且安全性较高的投资机会，为什么不进行杠杆操作呢？

⇑SK：那的确有效。罗伯，你善于在什么市场里进行投资呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡RP：总的来说，我们的表现是和市场相反的。在一个上升的市场中，我们的表现还可以，但是通常不会有那些持有好股票的多头或空头的家伙好。相反，我们会在下降的市场中做的相当得好。

要始终记住，亚洲的困境投资仍然是一个全新的领域，仅仅始于1998年1月，也就是亚洲危机爆发的时候。在那之前，亚洲并不存在困境投资和风险投资。在危机之后，又经历了两三年的时间，开始出现基准交易，破产法律开始逐步到位，而且真正的重组事件也开始在这一地区出现。这一领域是在过去的5到7年中才发展起来的。随着信用体系的建立和金融市场的完善，在这一GDP超过全球30%比例的地区，我们有望在接下来的很多年中取得丰硕的成果。

⇑SK：谢谢，罗伯，这听起来很好。不过你破坏了人们心目中阔绰的对冲基金经理的生活景象。人们认为他们通常会开着他们的法拉利在各种聚会之间奔忙。

➡RP：（微笑）不好意思。我的车是丰田的锡耶纳（Toyota Sienna）。我已经结婚了并且有三个孩子。不论我们进行什么样的娱乐，也仅限于星期五的晚上，因为只有此时，亚洲市场是不能交易的。你知道的，我们的资金就在那里，和我们投资者的资金在一起。所以，那就是我的生活方式——而且，想要有效的经营这样一份事业不是件容易的事情。你不大可能发现我开着法拉利来往于各个聚会之间，反而会经常发现我在飞机上飞往亚洲的某个地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

相对价值套利策略：股票市场中立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

从本章开始，接下来的三章将主要讨论相对价值套利策略：股票市场中立（Equity Market Neutral）、可转换套利（Convertible Arbitrage）以及固定收益套利（Fixed Income Arbitrage）。这一类型的基金认为一种证券的价格被高估，而另外一种证券的价格被低估，于是对这两种相互之间存在联系的证券下注，这就是所谓的相对价值套利策略。这些投资策略可以保护投资者免受剧烈变化的股票价格或者债券价格的影响，并且从β值的视角看是市场中性的，所以通常将这些基金称之为市场中性基金（market-neutral funds）。这样，从很多角度来说，相对价值套利的交易方式，在理论上对所有类型的对冲基金都具有吸引力。这一投资方法一次又一次显现出其与全球股票市场的关联程度较低，还有什么比这更好的呢？

在投资理论的世界中通常都是如此，当学习了越多的相对价值策略以后，就会发现它变得越加扑朔迷离。本书的作者之一投资于采用相对价值投资策略的基金，并且这是一家主要投资对象同为基金的基金。这一基金轮流将资金投入使用三种相对价值套利策略的三家基金。长话短说，1%的月收益率持续了两年，但收益在1994年因为一个稳健经理的失败而遭受了较大的损失，这一基金正是由阿斯肯资本公司（Askin Capital Management）管理的。

戴维·阿斯肯（David Askin）的抵押贷款证券套利的投资策略（我们将在第九章中讨论的一个固定收益套利分类）被认为是不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到利率波动影响的，但在这一事件中就不是那么回事了。你可以想象，当投资者们了解到他们12%的年收益率根本就没有任何保证时，是何等的震惊。

直到近十年以后，投资者才在寄来的信件中收到了赔偿的支票，这是他们起诉基金的结果。虽然阿斯肯吹牛所带来的损失，只是所有损失中的一小部分，但是作为一个比较严重的例子，这提醒了人们风险并不是想象的那么低。

根据巴克利最近的资产流动调查，三种相对价值策略基金在我们三种分类中所占比重最小，大概占所有对冲基金资产的11%，绝对的数字大概是1380亿美元。其中，580亿美元是由固定收益套利的基金持有；420亿美元由股票市场中立的基金持有；另外的380亿美元由可转化套利的基金经理进行管理。在计算这些资产的数目时剔除了所有的杠杆效用。

股票市场中立交易及投资策略

组对交易与统计套利

股票市场中立基金的经理，有时候使用组对交易（Pairs Trading）——就像他们的同行在股票多空交易中所做的一样——或者另一种被称为统计套利（Statistical Arbitrage）的方法来平衡他们投资组合中多头与空头的数量。组对交易是进行股票投资时的基本方法，也就是对于那些价值被低估或者业绩加速增长的公司，进行买入并持有多头，而同时寻找价值被低估或者正在发生不良事件的公司（通常在同一行业中）进行卖空并持有空头。

从另一方面来讲，统计套利或称为Stat Arb，是基于数量的交易技术，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一技术可以分析股票的内在价值,发现两只股票价值被错估的程度。例如,基金经理会关注那些股价会同时变动的成对股票(例如同一行业中的公司),当他们开发的模型计算出两只股票的价格已经超出了他们在历史上的比率,基金经理就标记这些股票。接下来他们可能会进行一个多头-空头交易,因为他们预期股价将会回到正常的价位。统计套利通常是一种短期的投资行为而基本面驱动的组对套利交易则是相对长期的。

股票市场中立的基金经理会同时使用这些技术来进行他们多头和空头方向的买卖活动。但是与使用ELS的同僚们不同,他们同时还会确保投资组合是β中性的。可以回忆一下,ELS的基金经理在市场上通常持有的是净多头或者净空头,而且同市场的关联度较高(长期的大约是0.6%)。这样,ELS基金通常都会具有某种程度的系统风险,这可以由它们的β值反映出来。

但是,股票市场中立的交易者选择成百只的股票来消除特定风险,保持组合的β值与市场一致。这些经理使用合适的统计模型来限定投资组合的风险并且重新控制持有各种股票多空头的仓位。高β值的股票会随着市场的波动而产生波动,这些交易者就在多头和空头的高β股票之间进行平衡,以消除这种影响。因为基本上同市场波动隔离开了,所以这样得到的投资组合称为β中性的。

另外,股票市场中立的基金经理同时使用其它技术手段来保护其投资组合不受市场波动的影响:(1)平衡组合中持有的多头和空头,这样组合就是现金流中性的;(2)在给定的行业中,调整多头和空头的数量以规避部门风险;(3)折让计算优先股的市值,这样它们就不会在特定的市值安排中有过大的权重;以及(4)投资于外国股票,对冲汇率带来的风险。这一系列的平衡性调整策略,都是希望在不承担ELS经理们每天所承担的直接风险的基础上,获得收益。

不过,组对交易和统计套利都有着一些固有的缺点,这些将在劣势这一部分中详细讨论。现在,我们只提其中的一点,适当指定的价值陷阱。投资组合的经理们通常使用价值陷阱这一概念来描述价值被低估多头头寸,并且这种估值将持续或者变得更低。有些时候,股票的低价值是有其理由的,但是基金经理可能并不知晓这些理由。相反的,也是让人讨厌的,当股票估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过高时，也总有一些理由可以支持高的股价或者将其推到更高的位置。同样，基金经理可能也并不了解这些理由。这些可能是由多头突然间的获利（这也被归为事件风险）和空头突然间的损失所表现出来。

投资组合的最优化

斯维斯特市场中立股票基金（SciVest Market Neutral Fund）的投资组合经理约翰·施密茨先生（Dr. John Schmitz），详细地说明了股票市场中立的投资组合是如何进行最优化操作的。施密茨先生与2001年5月在多伦多设立了这一基金，他同时也是我们在本章结束时的访谈对象。在他的投资过程中，数量模型会首先筛选出超过10000只的股票，接下来他们将会使用自有模型来分析这些股票，计算预期收益、预期风险、同其它股票的预期关联度、每只股票的预期β值以及每只股票的预期交易成本。风险模型及其数据与预期收益模型及其数据之间是完全独立的，这样可以降低所谓的模型风险。

投资过程的下一个步骤是定义参数以及对投资组合进行约束，这样模型就可以创建一个最优化的包含多头和空头的投资组合。这些参数包括现金流中性、预测的β值为0、部门以及行业中性，并且没有过大的净投资风格暴露，例如大小盘股票的相对，以及不存在大的系统性风险暴露（例如汇率风险）。

施密茨同时也对投资的最大和最小规模进行风险控制，这些是没有包含在选股模型、统计风险模型或者上述的参数限制中的。例如，他不会购入那些被分析师评为卖出级别的股票，也不会购入有可能面临破产的公司的股票。在空头方面，如果分析师对一只股票给出了强烈的买入建议，那他将会最小化其在该股票上的空头持有量。所有这些加上质量经理的判断，最终会产生一个最优的投资组合，通常包含200~800只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益的来源

那么，股票市场中立的基金经理是如何赚钱的呢？在这一策略中有三种产生利润的途径：投资组合中持有的多头、持有的空头以及国债利率的变化。成功的进行股票市场中立投资的核心是基金经理的选股能力。消除了贝塔驱动所带来的投资收益和损失，股票市场中立的基金经理不得不对公司进行深入的分析，最终决定买入哪些公司的股票，卖空哪些公司的股票。如果组合中多头的上涨不够多，或者下降的比空头少，这一组合就无法赚取比无风险的国债(T-bills)更高的回报(稍后讨论)。

第二个可能的获利来源是持有的空头。人们通常会因为两种原因而卖空一种股票：预期该股票因为弱势下跌以及/或者作为对多头的对冲。如果市场下降，组合持有的空头会为组合带来收益并且抵消一些持有的多头带来的损失。如果市场上升，因为选股较为准确，持有的多头就会产生更高的利润来弥补空头的亏损，这也是一种保险的方式。

最后，还有第三种产生利润的来源，即卖空的操作。需要记得的是，卖空操作所卖空的证券是从经纪人处借入的。将证券卖空后，所筹资金通常投资于无风险的金融工具，例如国债。卖空股票所得的现金在扣除经纪人费用和应付股利之后就到了基金经理手中。第三项利润来源在很多时候被看成是短期的利息折让，但是因为这是一项不需要什么技巧就能得到的回报，所以看起来如同“猴子归来(monkey return)”一样。

表 7.1 三种类型的市场及其对股票市场中立投资组合的影响

预期的市场中立回报	上升的市场 +10%	下降的市场 -10%	稳定的市场 0%
(a)多头部分	16%(α=6%)	-4%(α=6%)	6%(α=6%)
(a)空头部分	-4%(α=6%)	16%(α=6%)	6%(α=6%)
股票收益=(a)+(b)	12%	12%	12%
持有现金的收益	国债收益	国债收益	国债收益
总预期收益	国债收益+12%	国债收益+12%	国债收益+12%

资料来源：SciVest,Dr. John Schmitz。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们更详细的分析一下施密茨先生所提到的这一投资过程。表7.1给出的是在三种不同的市场状况下，股票市场中立的基金从上述三种利润来源处分别获得的利润。正如施密茨先生提到的一样，在无风险利率之上的收益部分（扣除经纪人的佣金和费用）完全取决于经理的选股技巧以及其数量模型的有效性，因为这些将决定应该买入多少数量的某些股票同时卖空多少数量的另外某些股票。如果缺乏这一优势，将不会有α存在。在这一案例中，表7.1显示多头和空头的α都等于6%。这一超额的收益来源于上升、下降或者稳定的市场，其实是完全取决于经理的选股技巧。如果基金经理拥有那样的技巧，那么基金的投资者就会获得正的收益，而不论此时市场处于何种状态。如果经理不具备选股的技巧并且导致基金产生损失，那么基金的投资者虽然不会面临市场风险但却会面临其它类型的风险，在本例中，即基金经理选择特定股票的风险。

业绩表现

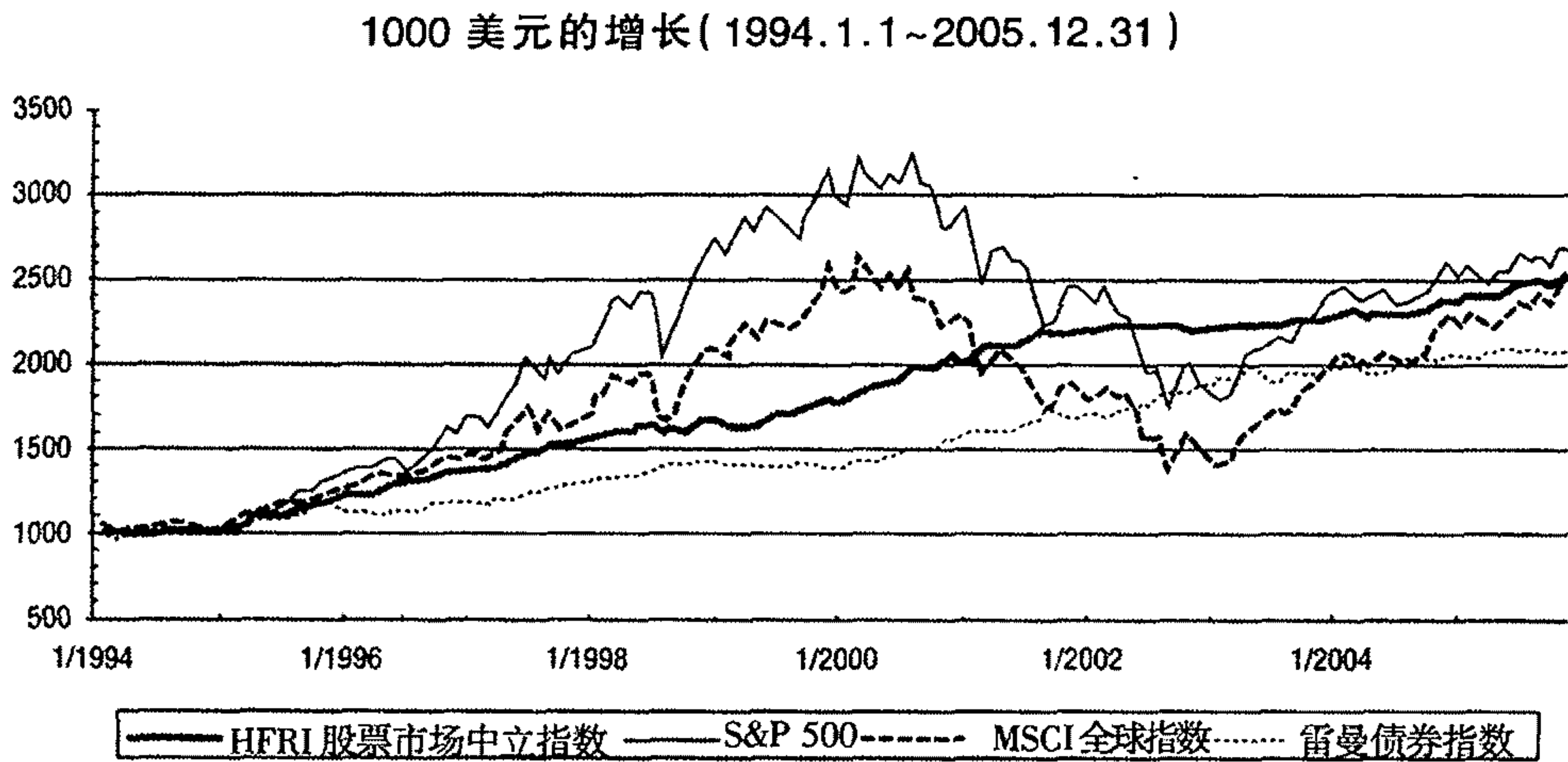
股票市场中立的投资策略具有典型的优势，很多人会奇怪，既然具有这些优势，为什么全球只有不到4%的对冲基金采用了这一投资方法。非常肯定地说，答案就是业绩表现。与其他大多数的对冲基金策略不同，1994~2005年，股票市场中立的投资策略虽然在业绩上战胜了MSCI全球指数和雷曼债券指数，但是却没能够战胜标准·普尔指数。图7.1给出了不同指数的累积业绩表现。事实上，在过去的12年中，在四种表现最差的策略中，有三种是相对价值套利策略。

但那只是一方面。股票市场中立策略同时还拥有着所有资产组合中最低的波动性，其标准差只有3.1%。这一策略的波动性大概是雷曼债券指数的三分之二，是标准·普尔500指数的五分之一。基于风险/回报的角度来看，股票市场中立的投资有着高达1.31的夏普比率，而国内股票该数值是0.31，雷曼债券指数的是0.54。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7.1

累积业绩表现：HFRI 股票市场中立指数 VS.一些基准

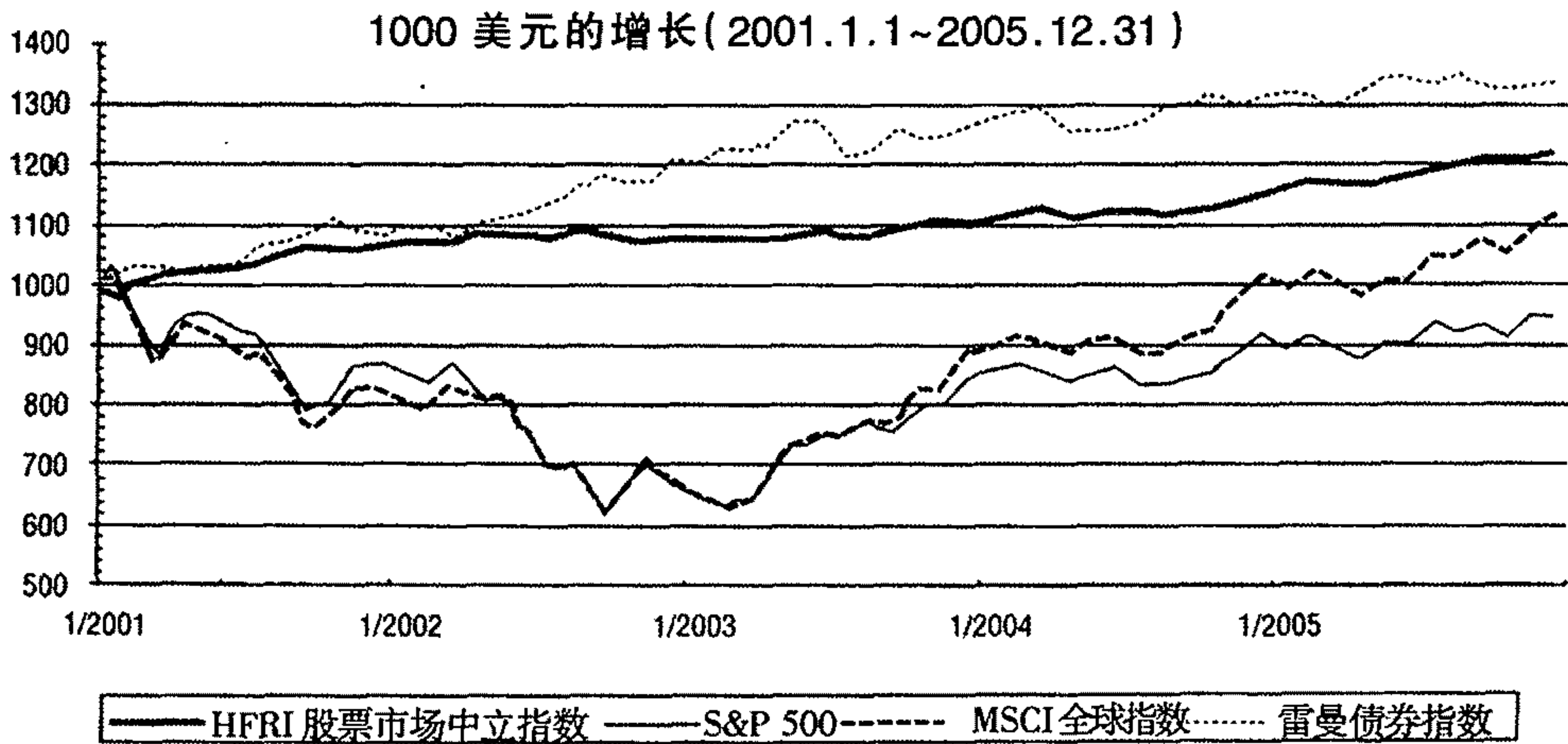


资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

但是，在过去的五年中股票市场中立的表现大大超过了股票但是没能够超过债券。图7.2给出了这一结果。仔细观察这幅图，可以发现在2001年和2002年标准·普尔指数急剧下跌的时候，HFRI股票市场中立指数在两年中均上涨：2001年是6.71%；2002年较少，但也有0.98%。在过去五年中，当HFRI股票市场中立指数上涨25%的时候，标准·普尔表现欠佳。这一相对较好的业绩表现是其与市场的负相关性造成的。

图 7.2

HFRI 股票市场中立指数与市场基准的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是如果不看风险调整后的收益,市场通常偏爱其他的投资策略,因为可以带来更高的收益。股票市场中立投资策略在上世纪90年代曾经一度拥有两位数的增长率,但那已成为过去,现在其收益率正在稳步下跌,这也造成了市场更多采用其他投资策略的情况。

出了什么问题呢?

对于业绩的下降，有两个主要的解释：资金的流动以及短期利率的下降。这两个原因中相对重要的应该还是流入对冲基金的的数额庞大的资金,尤其是流入ELS的。这一大规模的资金流入,给股票市场中立的交易者们带来了三项重大的影响:可以借入的股票变得稀少;借入股票的成本上升了;而且对冲基金间购买和卖空股票的竞争变得激烈。

1. 从卖空的角度来看，股票变得越来越难借入，所以对冲基金经理们就更难以抓住吸引人的卖空机会。这一点对于“投资级别的卖空”来讲是更为正确的,因为公司的境况决定了股票必然的下跌趋势,所以很多人都想借入股票进行卖空操作,这就使得该股票的供给变得很有限。

2. 因为借入股票的需求超过了供给，卖空的费用就增加了。经纪公司收取的费用也增加了,所以卖空所得的利润就下降了。

3. 对冲基金之间,对好的投资机会的争夺开始变得很激烈。例如,当一只股票由于永久的或者暂时的原因而导致价格剧烈下降或者上升时，在价格逆转以前,只有很少的股票可以在一个合适的价位被购入或者卖空。有些时候,这些交易的机会是如此的显而易见,基金都争先恐后的想抓住价格被错估的机会。

收益下降的第二个原因是国债收益率产生的，因为它是股票市场中立投资三大利润来源之一。近年来,这一收益率降至了历史最低点。这一收益率的下降使得卖空所得资金在利息收益方面的数额下降了。

优势

股票市场中立的投资具有三项主要优势。首先,收益同股票和债券市场的相关性相对较低。第二,波动性相当的低。第三,将股票市场中立的投资策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略添加至传统的资产组合中,甚至是一组对冲基金的方向性投资策略中,都会提高整体的风险调整后的收益,并且降低其波动性。如今,传统的多样化方法,例如在本国股票的组合中加入外国股票,已经难以降低风险,因为股票市场之间的关联度很高(在这里,标准·普尔500与MSCI全球指数的相关度在0.9以上),这样,这一发现就在降低投资风险方面变得很有意义。对冲基金的投资策略面临着同样的问题,因为他们之间的关联程度越来越高,并且与市场间的关联程度也在升高。股票市场中立的投资策略因为关联程度较低,所以可以在分散风险的基础上增加对冲基金方向性策略的收益。例如,在过去的12年中,这一策略与其他投资策略之间的最高关联度是与ELS间的0.35。

劣势

股票市场中立投资共存在着五种主要风险:选股风险;模型风险;轧空风险;事件风险;以及流动性风险。

1. 因为股票市场中立的投资策略在很大程度上依赖基金经理的选股能力,所以这也是最主要的风险。正如之前我们提到的,基金经理可以通过在很多水平上保持β中性来对冲其面临的市场风险。但是如果他们所选取股票的表现并未如他们所料想一般，那么他们就是使用了特定风险来代替了夏普的市场风险。这种风险的一个例子就是将一只股票被误认为是价值型或者成长型的股票。基金经理通常会寻找价值高估的价值股票并进行卖空操作。但是有时他们却不知道,市场对公司的认知正在发生变化(可能因为管理层的变化或者建设了一条新的生产线),可能开始将其视为价值型的公司,而后更将其视为成长型的公司。投资者对股票进行了卖空操作,而其价格开始上升,使投资者因持有空头而遭受损失。在这一例子中,基金经理必须非常迅速地采取行动,正如交易者通常所观察到的"最先的损失是最轻微的损失"。当然,如果一只成长型股票的多头损失了很多(市盈率下降)同时这一股票的投资者因为害怕其失去成长能力而竞相卖出,那么相反的事情也会发生。

2. 该策略的第二个主要问题是模型风险。如果一只基金的选股分析,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是数量模型,在良好工作了很长一段时间后突然之间发生了问题,这将给基金带来很大的损失。当模型失效以及(假设)未选取的股票表现超过选取的股票时,基金经理应该做些什么呢?答案就是认识到并接受这个事实,也就是说市场在相当长的时期内会以这种状态而存在,并且将会给基金造成重大的损失。如施密茨先生所说,当市场开始为股票“倔强”的定价的时候,模型风险就产生了一个更严重的后果,称之为“收敛冲击”。这一现象所指的是基金经理持有空头的股票价格上涨,而持有多头的股票价格下跌,这样就造成了双重的损失。很多的相对价值策略基金经理发现,在互联网泡沫形成期间,他们就处于这样的境地。当那些没有业绩和大量现金流的工业股票价格大幅上升,同时业绩很好且现金流丰富的股票价格下降时,价格就会超出利用其历史价格进行的估值。

3. 虽说不仅仅是股票市场中立策略才面临轧空风险,但是如果我们在这里忽略这一风险还是很粗心的。正如我们在第二章中所探讨和讲述的,轧空是所有卖空者的噩梦。

4. 股票市场中性的基金经理所面临的第四种可能风险是事件风险。交易者及其使用的模型会发现一些公司面临着严重的问题,例如销售业绩下滑或者产品召回等等,于是决定卖空这一公司的股票。但是,什么样的公司会成为兼并的潜在目标呢?兼并方正是希望通过兼并来获得这种陷入困境的公司。所以那些持有空头的基金经理会在某天清晨(或在线上)阅读华尔街期刊的时候发现自己的卖空交易正是那些从事接管的人员的目标。数量驱动的基金经理尤其容易在这一类风险中犯错。

5. 最后应当提到的是由于卖空机会的减少所带来的特定的流动性风险。股票市场中立的基金经理可能需要卖空100只或更多的股票,而且他们偏向于在高流动性的条件下对股票进行卖空操作,因为那样的话,风险较低。施密茨以及其他一些基金经理转向了流动性更差的股票来进行卖空操作,例如意大利的股票,这是因为很多其他的对冲基金经理都忽略了这些股票所以可以随时迅速的借人这些股票。但是这样做的结果就是基金经理将他们自己置于这样一种境地,如果市场的走势对他们不利,除非是在一个更高的价格,否则他们将难以购回股票进行平仓操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

约翰·施密茨
(John Schmitz)

SciVest资本管理公司总裁及首席投资官(CIO)

约翰·施密茨(John Schmitz，下文简称JS)先生1999年在加拿大的多伦多成立了SciVest资本管理公司，一年以后他将他所拥有的数量模型出售给了麦克瑟姆基金管理公司(Maxxum Fund Management)，该公司目前是麦肯奇金融公司(Msckenzie Financial Corporation)的一部分。在作为马克瑟姆的副总裁期间，他改进了那些数量模型，继而在马克瑟姆2001年5月成立的量子激进市场股权基金(Quantum Aggressive Market Equity Fund)中发挥了决策的作用。同年12月，Scivest为上述基金购买了那些模型并且在2002年1月将基金重新命名为SciVest市场中立股票基金。SciVest管理着大概1.3亿美元的资产。

除了在公司中担任这些职务外，约翰还是一个很活跃的研究者并且他已经在学术和职业期刊中发表了有关投资和组合管理的文章。约翰从多伦多大学获得了机械工程的学士学位以及经济学的硕士学位，继而又在西安大略大学获得了金融学的博士学位。

⇑SK：约翰，你是如何形容股票市场中立投资领域的呢？

➡JS：事实上，想要做到市场中立并不容易。并且有很多号称自己做到市场中立的人实际上只是现金中立。

⇑SK：你能为我们介绍一下二者的不同吗？

➡JS：如果你持有同样多美元的多头和空头，那么你是现金中立的。但是，略微思考一下，你就会发现你并不一定是市场中立的。如果你拥有160美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的工业股票的多头，同时拥有160美元的能源股票的空头，那么你存在着一个典型的市场暴露。事实上，你的β值很可能会超过1。所以你甚至没有接近市场中立，也没有接近你的目标。一个真正中立的基金经理（实际上这种基金经理并不多）会使得投资组合的β中立。在我的想法里，那才是市场中立股票（Market Neutral Equity）（相对于股票市场中立，施密茨先生更喜欢这个名字）。现金中立只是一个限定。所以，如果你持有50美元的工业股票的多头，同时持有150美元的能源股票的空头，你也有可能是市场中立的。你并非现金中立，但是你实现了在这一领域的投资目标：β为0。不过从市场角度来看，这样一个投资可能并不是很好。

⇑SK：*所以，更重要的目标是β为0。你是怎样实现的呢？*

➡JS：我们使用了最优化技术。在我们构造投资组合的时候，有自己的一套技术可以保证多头的加总β等于空头的加总β。如今，利用最优化技术，你可以控制很多种不同的风险，这其中包括产业和部门的风险暴露。对我们来讲，消除产业或者部门的净风险暴露并不是一个先决条件。但是有一些人会消除它们以抵抗风险。其他人构造组合时，会添加一个α因素。我们则只是对其进行严格控制，而不是试图消除它。例如，我们现在的部门风险暴露在5%左右。这意味着如果我们持有20%科技股票的多头，那我们至少持有15%或者至多25%的空头。所以，在科技股股票会上升还是下降这件事情上，我们并没有下太大的赌注，但是我们会存在一些风险暴露。风险暴露不过多，当然我们也无法从中赚取很多利润。所以，这个赌注实际上使整个组合的α略有上升。至于多样化投资，则是通过模型和国别来实现的。例如，现在我们持有运输、工业、科技以及金融股的净多头，同时我们持有消费服务、循环型消费、非循环型消费以及医疗保健的净空头。所以，总的来说我们卖空了消费业。

⇑SK：*好的，那么如果你的β值是0，你是如何获取利润的呢？*

➡JS：市场中立股票是依靠选股能力赚钱的。在一个产业内部，相对于差的股票而选择好的股票，这就是获取利润的最终途径。我们的整体目标就是不论市场的走势如何，多头的表现要稍强于空头。现在，我们的选股策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏向于高价值的股票。同时，我们也乐于选择高成长型的股票。所以在我们的组合中大量持有这两种股票的多头。我们现在在其他很多可用于选股的风格中都是相当中立的。

所以，我们的收益取决于两件事情：基于价值的模型是否工作良好以及成长型的股票是否表现良好。这同样也决定了我们的风险。所以关键就是管理风险暴露，以至于当成长性股票的趋势逆转的时候，基金不会因此而损失过于惨重。这的确能给你带来很大的损失并且使你痛苦难当。如果你的成长型风险暴露过大，那你就有可能面临损失。所以，我们并不会使得这一过程失去控制。

⇑SK：*你们采用了控制手段，并且保持了一个适度的量吧。*

➡JS：是的。你通常通过一个最优化过程来达到市场投资的有效前沿。所以，对于学院派的读者来说，面对着一条给定的效用曲线，你会尝试将投资组合推进到有效前沿与效用曲线的交点。所以，不论是否明白其中的原理，你都是在最大化收益的前提下去降低组合波动的风险，同时也要降低交易成本。所以对于我们的投资组合，我们施加了很多的限定条件。每一次我们调整投资组合的时候，需要其满足差不多将近100个限定条件。

⇑SK：*在你的组合中，持有多少只股票呢?*

➡JS：因为我们刚刚将日本股票加入其中，所以大概持有800只股票。你知道的，在学校受了11年的教育，学到的最重要的事情就是：最有效的风险管理技术就是多样化。我深信模型多样化以及国别多样化。所以现在，我们的每只基金拥有五个动态的模型（或者说子投资组合）。这样做的原因就是多样化。例如，我们同样投资于加拿大的股票。我们的美国核心模型以及加拿大核心模型基本上是相同的，只是所需要的数据集不同而已，因为国家不同。

很有趣的，我们在两个国家中得到的市场中立获利空间相关性很低。所以如果加拿大和美国是不相关的，那么几乎可以肯定日本和美国、英国和美国、澳大利亚和美国，从获利空间的角度来看，也是非相关的。我们刚刚将日本股票加入我们的投资组合，其在组合中占据了25%的比重。加拿大核心模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型决定了组合中另外25%投资。美国股票现在在投资组合中只占50%。六个月以前，这一比重还维持在85%，其他国家的股票只占15%。我们这样做的原因在于，对于我们从事的资产管理工作，在美国以外的获利空间要大于在国内的获利空间。而且，即使是在美国国内，我们也将投资的范围扩大到鲁塞尔2000指数（Russel 2000）所包含的范畴，而在之前，我们只投资于鲁塞尔1000指数中包含的股票。这一逻辑是相同的：鲁塞尔1000指数中的获利空间已经相对狭小，而鲁塞尔2000作为一个整体来讲存在着较大的获利空间。

⇑SK：*所以你正在寻找更加广阔的获利空间。*

➡JS：寻找更大的获利空间以及更灵活的投资手段，是一个长期坚持的工作。对于使用我们这些策略的人来说，如今所面临的市场，其波动性和获利空间都达到了历史上的最低点。

⇑SK：*例如VIX，一直都在降低。*

➡JS：这是挺痛苦的。因为股票间的关联度上升，导致了波动性的下降。这是一个很剧烈的趋同作用。

⇑SK：*那么对于这种趋同现象，你认为原因是什么呢？*

➡JS：我认为这是两种原因共同作用的结果。首先，对于一个特定的波动性水平（波动性水平在过去的三年中都未发生什么变化），获利空间减小了。在90年代，一个正常利用杠杆的市场中立策略基金可以获得比无风险利率高600到900个基点的收益。我认为，这一收益率不会更高了。免费的午餐以后都不会有了。对于特定的波动性水平，获利空间已经被压缩到无风险利率之上200到500个基点之间了。

另外要讨论的当然是波动性问题。市场的波动性已经下降到了原来的50%，所以在过去的3年中收益率只相当于3年之前的一半了。除非调整你的风险管理步骤，那样你才有希望达到长期目标的α。如果你任由组合的市场波动性下降，就像我们去年夏天所做的那样，那么你的潜在α值也同时减低到了原来的一半。甚至当获利空间没有缩小的情况下，这也会发生。

所以在过去的12个月中，我们放宽了对投资组合的限制，这样可以使组合更具波动性，继而可以重新得到我们希望得到的α值。那么应该如何进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？那就是扩大风险暴露。你要轻微的增加基金的行业风险暴露、部门风险暴露、个股风险暴露以及风格风险暴露等。你需要在风险和收益之间重新权衡。

⇑SK：如果不那样做的话只能求雨来解除干旱了，对吧？

➡JS：(大笑)是的，因为一直都很干旱。这场干旱已经持续了3年之久，而这种事情在历史上，从未发生过。所以需要多动点脑筋，多一些资金去寻求相似风格的基础获利空间。但是，这仍比单独持有股票更加合适，而且至少可以获得与债券一样好的收益。对于套利行业来讲最重要的是不能再继续承诺10%或者12%的收益率。代替它的是，出售更加保守的收益率，也就是股票中立所产生的在无风险利率之上200到500个基点的收益率，并且这同投资者持有的其他投资组合，关联性较低。

⇑SK：那两种营销策略起了作用。约翰，我们一直都在要求基金经理向我们讲述市场上的战争故事。你知道的，每个人都会经历在困难时期发生的那些事情。看了你的履历，我发现你在2004年经历了一个艰难的时期，尤其是春天和夏天。我知道很多基金经理都经历了那些。那段时间，你的生意进展是怎样的呢？

➡JS：是的，那真是一段糟糕的日子。那个时间，美国股票市场的机构参与者的比例非常非常的小。并且你还记得吧，那时，我们的组合中有85%的股票都是美国国内股票。那时也有很多的对冲基金经理，在他们之间进行着大量的交易。所以说，仅仅持有多头或者长期基本投资的资金并没有进入股市。这样，你就不得不进行很多快速的交易以及在各种行业和部门间快速调整。这样做的结果就是，资金在行业之间和部门之间流动。而我们却是完完全全的行业和部门中立的。我们只有2%的行业以及部门风险暴露。我们不得不在行业内部获取我们所有的利润，而且也没有参加在行业间以及部门间的轮换游戏。我认为我们在一定程度上产生了损失，因为我并没有意识到在那之前一年到一年半时间中波动性的下降。

⇑SK：嗯，不过那时经历那些的应该也不止你一个人吧。

➡JS：是的，不考虑降低的收益，我们的波动性下降到了5%。所以，在经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历了那些之后，我们开始增加风险暴露的程度。可是一旦产生了损失，这将是一件非常困难的事情。你知道的，在产生损失的时候去放宽组合的限制，这并不明智。

⇑SK：这是一个暂时性的反应，但是没有起作用。

➡JS：基金的每个成员都想要对组合施加更加严格的限制，但是我认同的观点却是，如果波动性下降到这样一个水平，那我们将什么都赚不到。所以我们开始放宽对参数的限制，以期得到一个更高的潜在收益率。另外，我们也加快了全球化的速度。正如我之前说的，那时我们持有85%的美国国内股票。如果你有太多的鸡蛋都放在同一个篮子里，你需要拿出一些并且将它们放到别的篮子里。因此，我们大规模的进行全球化的运作，这样，上个月我们持有的日本股票大幅上升，而加拿大股票的比重也在缓慢的爬升。

⇑SK：那是一个恐怖的故事。我们也看到从那时开始，你们的表现都是优良的。看看你在2001年和2002年取得的收益。在2001年高达17%，而2002年达到9%。看起来何等骁勇善战。

➡JS：我们获得了颁给世界上最优秀的市场中立经理的GAIM奖。从那时起我们一度管理超过1亿美元的资产。

⇑SK：约翰，我们正在寻找一个故事，或者是一个能证明事情有多糟糕的特定交易。

➡JS：我确实记得2004年一些相当糟糕的交易。那一年我们确实两方面损失惨重。我认为我们损失了投资组合价值的2%。那是两个大规模的空头交易，其中的每一个都损失了60%。

⇑SK：给我们讲讲。

➡JS：那两只都是生物科技的股票，令我们损失惨重。而因为股价在持续的剧烈变动，所以我们又无法脱身。那时传出了一个消息：在开盘以前，股价将上升60%。我们无法脱身，你根本就无法止损。所以，这根本就不是说造成损失的问题，而是说在一天内产生了超过60%的损失，并且这种事情在我们持有的空头上还发生了两次。我记得一次是在二月份和三月份，一次是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九月末。发生了那些事情促使我们更快地去提出问题："好吧，我们还应该参与生物工程公司的股票交易吗？"因为生物工程在很大程度上来说是消息驱动型（news-driven）的企业并且他们剧烈的价格波动都是源于检测结果和食品与药品监督委员会的声明的。

所以，首要的问题是我们还要参与他们的交易吗？这个问题的答案又产生了另外一个问题"平均来讲，生物工程公司的股票能为我们带来收益吗。"答案基本上是肯定的。平均来讲，我们做的相当好。所以下一个问题就是"我们能更好的管理风险吗？"答案同样也是肯定的。并且，具体的解决办法就是我们将每种股票的最大持有量降低为原来的一半。所以，如果原来拥有五六只生物工程公司股票的多头和五六只的空头，那么现在就分别有十只，只是每一只的持有量变为了原来的一半。所以，如果原来最大的权重是2%的话，现在就是1%。每一次产生损失或者获得收益，都是我们必经的体验。那就是量子投资艺术的一部分。那并不是说你每天清晨醒来然后去按输入键确定今天要做的事情。这种艺术就在于对市场的感觉，对即将发生在你组合上的事情的感觉，对于模型认为该做的事情的感觉。并且，拥有那种直觉的关键就是提出正确的问题然后利用数量技术来解决那些风险管理问题。

⇑SK：*很好。你一般持有一只股票的时间是多长呢？*

➡JS：我们平均持有一只股票的时间是两个月左右。因为我们那样做而且我们的模型也在逐步适应现在的投资体制，我们会在投资组合里保留一些基本风险。如果市场定价的基本方式变化很快，我们的模型需要一些时间去适应。而且，因为我们需要持有股票两到三个月，所以我们也需要时间对投资组合进行轮换操作。所以那是基本风险之一。

基本风险之二是我们所谓的在每件事情之上的理论覆盖。有些时候，市场通过很多的因素为股票定价。但是我们确实不能将组合向那个方向推进。所以在2002年的10月到11月遭受了巨大的打击。在那段时间里，时常为股票定价的方式来了个180度的大转弯，而且几乎是在10月1号一天之内发生的。并且体制变化后，每件事情的变化都是剧烈的。

⇑SK：*所以你问了自己一些基本的问题。*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡JS：是的。但更多时候，最后的答案都是："好吧，我们只是在经受一些损失。"并且十次中有九次都只是投资策略固有的风险，并没有必要去进行改变。你只是同平时一样进行工作，因为你知道从长期来讲你将会取得胜利。同时，甚至十次中都不到一次，大概三十次中有一次是发生了外部事件。

⥣SK：另外一面呢：你赢的时候？你今年获得了高达7%的收益率，比你的参照指数高了很多。

➡JS：我们确实在加拿大进行了很多投资，因为在过去的13个月中，加拿大成为了"一台α制造机"。但是基于真正的市场中立，我们取得了大概20%的毛收益，是排除了油价涨落的因素的。那是一个纯粹的α情况。并不是因为我们拥有市场风险暴露，也不是因为我们拥有大量的石油或者能源的多头风险暴露。那只是因为过去12个到14个月所发生的大的波动。但是我认为那从一定程度上同流入该国的资本有关系，而这些流入的资本是因为看到了石油、天然气以及金属矿产等自然资源采掘的繁荣发展。所以加拿大是逆势而动的，于是我们的模型开始涉足加拿大的市场，将风险暴露增加到25%，同时降低在美国的分配额度。第二，我认为我们整个通过加大风险暴露来增加波动性的计划同时还在今年产生了更大的获利空间，而在一年或者一年半以前还是没有的。

⥣SK：你是个双倍的赢家，因为你投资的加拿大股票易变性较低，并且获利空间较大。

➡JS：非常准确。这里只有300只股票可供交易，而我们买卖其中的30只。

⥣SK：能源股呢？

➡JS：根据模型的建议，我们减持了一些能源股。虽然仍然持有能源股的多头，但是已经不占据我们最大的份额了。在能源产业内部，我们偏向于精炼行业，这仅仅也是因为它的获利空间，这是一个高利润的行业。所以我避免油价变动带来的影响同时专注于缺乏资金的精炼行业。看起来，不论油价如何变化，这一行业都将维持高的利润率。同非精炼行业相比，那一行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的获利空间将是非常大的，因为它们在全球的范围内缺乏资本。

⇑SK：最后请您对读者们提出一些建议？

➡JS：对大多数的投资策略来说，最近都是一个困难时期。看起来，每次股票市场存在问题的时候，单个对冲基金投资策略就面临着问题。这种艰难时期是周期性的。但是，我相信在未来的12个月到14个月的时间里，这种情形将会逆转。不过，那些超过无风险利率500到700个基点的日子将一去不复返了。

⇑SK：好的，谢谢您，约翰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

可转换套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

相对价值策略的第二种是可转换套利。如今可转换套利的套利者们被认为是对冲基金界中的蠢人，因为与其他策略不同，它们的操作获得的是比平均值还低的回报。那么有多糟糕呢？在2004年，HFRI的可转换套利指数，其平均回报是1.18%，而其历史收益曾经超过9%（参见业绩表现部分），1.18%的收益率在当年所有的策略中也是最低的。2005年的早些时候，事情变得更糟，前五个月的时候，该策略的收益率下降了7%，接下来稍有改观，在年底的时候，全年的收益率下降了2.1%。更明显的是，HFRX的投资可转换套利指数在2005年的时候下降了几乎6%。

因为资本永远是追逐利益的，它们会按照业绩流动，所以在这一领域内产生了大量的赎回。2005年的前九个月，可转换套利基金在全球范围内损失了20%的资产，从490亿美元下降到了385亿美元。时间将会告诉我们，这种放血疗法是否有助于病人的恢复。

可转换套利交易及投资策略

可转换套利的基本知识

可转换证券是固定收益工具的变体，因为它允许持有人利用它来换取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行公司的普通股。可转换债券的可赎回区间是由所谓的契约规定的。例如，在特定日期，发行者可以随时要求以预定的价格赎回该种证券，或者可能有一些特定的合约是随证券一起销售的。可转换证券的契约通常描述了该种证券能转换成多少普通股。简短地说，可转换证券具有固定收益工具的特征同时也具有潜在的权益类证券的特征。现今发行的可转换证券主要分为三种，高级债、次级债以及优先股，并且可转换证券在各个评级之间也分布广泛，从AAA到CCC甚至无评级的部分都存在可转换证券。

最普遍的可转换套利交易是持有债券的多头，同时以持有可转为的股票来对冲特定的风险。为了对冲该风险，基金经理必须决定以怎样的比率去卖空股票。卖空股票的数量和债券转换可得股票数量之间的比率通常被称为对冲比率。让我们用以下的例子来说明。一个基金经理以800美元每份的折价购买了10份可转换债券，一共支付了8000美元。契约所规定的债券转换比率为20；这样该经理购入的债券转换后共可得200股普通股。如果该经理卖空了100股该公司的普通股，那么本例中的对冲比率是0.5。

很多因素能够影响基金经理的对冲效率，其中包括债券是溢价还是折价交易的、股票的波动性以及利率的高低等。就上面这个例子来说，我们假设卖空100股可以从最开始保证我们是完全市场中立的。随着股票不停的变化，可能需要再卖空一些股票或者进行一些转换来保持市场中立的地位。另一方面，如果基金经理希望在组合中保留多头或者空头的偏离，那么就可以卖空更多或者更少的股票，并且偏离的程度随着股票价格的变动，需要通过调整空头的数量来实现。持有的数量需要严密监督和管理。

同样也可以利用权证和期权来实现对冲的目的。因为随着股票价格的变动，需要更多的数量管理，这就使得分析更加的复杂。在包含期权的交易中，这一点尤为明显，因为可能同时使用卖权、买权或者二者的组合，而期权的选择则可以在失效日期以内，当天或者以外，并且可近可远。

在使用期权或者权证进行对冲时，德尔塔(Delta)可以用来衡量可转换证券的价格变化与股票价格变化之间的关系。随着股价的变动，德尔塔的值也会改变。例如，当股价比可转换证券价格高时，交易是产生完全收益的，这时德尔塔的值接近1。股价每变动1%，可转换证券的价格变动也接近1%。在完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全损失的情况下，德尔塔的值接近0，也就是说可转换证券的价格对股票价格的变动是非常敏感的。伽玛(Gamma)用来衡量德尔塔与股票价格变动之间的敏感程度，这是通过定义德尔塔的变动与股票价格变动之间的关系实现的。用德尔塔除以股票价格的变动值，可以得到伽玛的值。在微积分中，伽玛可以被看作是德尔塔的一阶导数。

可转换套利的经理通常喜欢较大的伽玛值以及较大的波动性，这是因为他们认为股价的大幅波动以及价格的上涨将会使得可转换证券产生大额的收益。因为当股价变动时，德尔塔和伽玛的值是持续变动的，可转换套利的基金经理必须严密监视持有的数量，并且随之调整持有的多头或者空头的数量，这样才可以保留期望的市场风险暴露。

随着市场状况的不同、前景的不同、对被套利公司的展望不同、所涉及的可转换证券的性质不同以及基金经理本身管理风格的不同，策略的选择将会产生很大的不同。有些基金经理喜欢购买低价的证券，并且以接近债券票面的价值进行出售。认为价格将下降的可转换套利的德尔塔对股票价格变动的敏感程度较低，并且在契约价值上涨之前，股价将会有较大幅度的上升。这样，看空的转换会使得多头的风险降低（假设信用评级不会下降的话），但是如果进行转换的话，多头所获得的价值将在市场价值之下。在这种情况下对冲必须同样保护组合不被信用风险所影响，这些信用风险包括降级和破产等。如果股价不停下跌，而持有的可转换债券的价格接近其票面价格，那么看空的套利转换将带来利润。基金经理们通常都不会建立看空的可转换套利，直到他们发现股价开始一直上升并且德尔塔开始增大。一旦那些发生了，基金经理就可以套利了，并且如果股价不停的上涨，他就能够一直覆盖组合中的很多部分，这样就可以保持一个最佳的对冲比率。

看空的可转换套利交易

本书的作者之一仍然清楚地记得他以前的公司曾经购买过的最大的一份可转换契约，那时他正在林肯全国可转换证券基金（Lincoln National Convertible Security Fund）做投资顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"作为一家对冲基金，我们无法对冲这一购买行为所带来的风险；但是那时的境况显示那是一份收益相当可观的看空合约，并且风险也不是很高。那只可转换证券是在MCI股价飙升的前几年所发行的。后来股票的价格大幅下跌，在几乎接近5美元帐面价值的水平进行交易。几乎没有人想要购买。可转换债券同样价格下跌，比照其票面价值有一个接近10%的折价，而转换的价格则更低，大概只是可转换债券价格的一部分。"

"我们管理基金的目标是从收益和增值获利，而乍看之下，这份合约只能为我们提供前者。看起来公司并不能扭转状况并且赚取合适的利润，所以股价也没有大的上升空间。现金流是正的，所以这一债券从现金方面看是好的，但是升值空间如死水一般。"

"我们的一名分析师认为MCI的表现将会急转向好。"他认为股价至少有50%的潜在的上涨空间。经过更细致的和更深入的研究，我们购买了数以百万计的该公司的股票。同时，我们可转换基金的经理，艾德·皮特纳(Ed Petner)非常清楚这一切但是却没有看到可转换证券的优点。问题在于，即使股票的价格翻倍也无法使得转换后的股票价格达到原来的水平。这样就需要一个对光辉历史的回顾。我们曾经成功地进行过多次转向性的投资，其中最主要的是几年前在克莱斯勒(Chrysler)似乎要破产的时候，购入了其股票以赚取利润。我们从中学到的是他们的表现通常都出乎大多数人的意料。就这样，皮特纳买入了大量的MCI的可转换债券。后来，MCI不但形势发生了逆转，而且其股价又开始飙升，再度回到了下跌前的水平（当然，这一切发生在公司的财务危机之前，后来公司因为财务危机而破产清算了）。在接下来的几年中，股价翻倍翻倍再翻倍。MCI的可转换债券在行权之前成为我们组合中获利最高的部分。

那时，可转换套利还不是很成熟。但是在回顾时可以发现，这是每个可转换套利经理的梦想。持有多头的成本很低并且风险同样很小，所以除了要对冲可能产生的信用风险之外，几乎不需要进行任何其他对冲风险的操作。一旦形势发生了逆转，股价就开始上升，那些吸引人的对冲机会包括为了在对冲股价下跌的时候买入的卖权，这时其价值就会表现出来了。随着股价的上升，同时波动性也在加大，德尔塔的增加使得我们需要覆盖组合中的空头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分以保持理想的对冲比率。不需要详述这一避险策略的好处，从持有的多头中得到的利益将远远超过对冲策略所产生的损失。这个例子充分的表明，较大的伽玛和较大的波动性，是可转换套利的两个关键因素。

其他可转换套利交易

窘境的逆转会导致股价和可转换证券价值的同时上升。例如，可转换证券可能会在股价四十几美元的时候发行，规定的转换价格为50美元（每一份可以转换为20股普通股）。在这一例子中，当股价上升至100美元的时候，如果进行转换的话，可转换证券的价值是2000美元。如果这种可转换证券是可以随时赎回的，那么相对于转换平价来说，其贴水就会很小，只是反映了可转换证券相对于股票在收入方面的优势。如果可转换证券并不是可以随时赎回的，贴水就会相对较大，反映出可转换证券在风险/回报的角度上是比普通证券更吸引人的。当股票的价格发生大幅度下降时，可转换证券的价格下降速度将逐渐趋缓，最终稳定于债券的价格，不过股票的价格从理论上来讲可以降低为零。这样，空头的潜在收益是大于多头所面临的风险的。

可转换证券的估值同样受到债券市场情况的影响。从折价的视角来看，如果一种可转换证券有5%的折价率而公司债券是6%的折价率，那么利息会很少。在一个上升的债券市场中，当公司债券折价5%，如果可转换债券折价4.5%，那就很有吸引力了。这个相对较小的折价差异可以被看作是由一种可能性所带来的，即股票的价格可能会上升，而且可转换债券的价格也会上升，就算是在一个变化不大甚至是弱势的市场中，这些也有可能会发生。因而，折价率很高的可转换债券与普通的公司债券是不同的，因为它能从两个不同的方面为投资者带来收益。

很多可转换套利者在股价是否吸引人的问题上都表现出不可知论者的姿态，他们更倾向于进行对冲操作，这样不论股价是升是降，都能够得到收益。另外一些人，尤其是那些有股票分析背景的人，更倾向于通过建立的对冲比率来表达其对于普通股价格的看法。不论是看涨的还是看跌的偏离，都是很容易创建的，并且这些可能是基于他们对于市场的看法，或者对于相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格的看法，或者两者都有。

对于一个可转换套利者来讲，最佳的可转换证券就是以略高于其债券及股票价格进行售卖的可转换证券。通常，可转换证券的发行市场会具有这样的价格，这也就是可转换套利者是这一市场活跃参与者的原因。根据市场的情况，新发行的可转换证券通常在价格上都是很吸引人的，而其在二级市场通常都具有较高的贴水。这一现象通常会发生在一轮牛市的最后阶段。这个时候，很多股票都是充分定价的，这样就很少能够提供吸引人的卖空机会和对冲机会。

收益的来源

可转换套利的基金经理拥有着四个稳定的收益来源：正利差、信用套利、波动性交易以及杠杆交易。

正利差

成功且低风险的可转换套利交易的核心就是基金从两种投资中获得的正利差。首先也是最重要的是债券的利息，如果偏好进行转换的话，那就是股利。利差的第二部分是由空头的折让带来的，这已经在第七章中进行了讨论。这两部分，也是基金经理希望通过对冲来保护和加大的核心部分。为了获取最大的正利差，一些经理会购入看跌的、高折扣率的可转换债券。因为发行高折扣率的可转换债券的公司，通常都是那些信用评级较低的公司，基金经理就需要进行更大规模的股票对冲操作来对冲其所面临的破产风险。这就意味着加入了一个更高的空头折让，那么就能得到更大的正利差。

信用套利

信用或者资本结构套利（通过可转换证券）策略是通过可转换证券的内在错误定价而获利的。例如，在公司公布了有关业绩的不利消息以后，历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价与可转换证券之间的联系就改变了，这时可转换证券就可能是错误定价的。同其他债务工具相比，其也有可能是错误定价的。对于可转换证券的错误定价，通常有三种主要原因：证券流动性不足；证券流通规模过小所以购买者较少；最重要的是债券久期的复杂性使得定价变得非常困难。不论是使用定量分析还是定性分析去发现那些定价的非效率性，基金经理都会一直去寻找这种错误定价的机会，因为那是债券固有的性质。

并不是每一种可转换债券都是相同的。有一些可转换债券可以转换为部分的现金和部分的股票或者使用股票支付利息而非现金。还有其他一些有趣的债券，例如有的可转换债券，如果公司要求提前进行转换的话，就需要支付债券持有人一些补偿。在所有这些例子中，标准的黑盒模型表现得并不好，并且在其他的一些案例中，模型根本就不能发挥作用。一些基金经理愿意进行这些难以预测的投资，而另外一些基金经理则在这些投资机会面前表现得犹豫不定。如果能够在市场之前发现这些可转换证券的错误定价，那么就确实能够抓住机会在低风险的条件下获得可观的收益。

信用套利可以通过持有债券的多头以及持有标的股票的空头来实现，同时还可以使用利率衍生工具或者互换来对冲可能使债券价格下降的利率风险。通常，这是一种风险较低的策略，但是在2005年这种策略使得可转换套利基金损失了数十亿美元。

当海风资本（Marin Capital）对通用电器（General Motors）做了一次巨大的信用套利的时候，它管理着大约17亿美元的资产。在2005年4月，通用公司的债券被降级为垃圾债券，而其股价确实因为股权收购则上升了。在这桩交易中的损失，给了海风资本巨大的打击。当其他很多基金因为降级而产生损失的时候，海风资本在不到两个月的时间内就停止经营了。

波动性交易

可转换套利是“买多”策略，这样说的意思就是，可转换证券可以被看成是附含了期权的债券，这些期权允许在未来普通股股价上升的时候，以特定的价格购入股票。买权的价格部分取决于标的股票的波动性。这样，当预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标的股票的波动性增强的时候，可转换证券的价格也趋于上升，反之亦然。通过发现波动性错误定价，熟练的套利者可以通过风险贴水来提高他们的收益。

杠杆操作

同固定收益套利的交易者一样，可转换套利者也经常使用杠杆操作。杠杆操作使得基金经理可以增加组合中证券的种类或者每种证券的数量。如果这些组合的利润变化超过了借贷所产生的利息时，杠杆操作就带来了净收益。正如我们接下去要讨论的那样，可转换套利经理在过去五年中使用杠杆操作的倍数下降到了资产的2.5至3倍。尽管如此，这仍然是一个产生潜在收益的重要来源。过去的两年，可转换套利经历了一个艰难的时期，而杠杆的运用程度成为了区分各个基金的一个依据。经验能够告诉我们何时该使用杠杆，并且判断力比勇气更加重要。明智的套利经理都听说过并且永远不会忘记华尔街的那句老话："牛能赚钱、熊能赚钱而猪则只会被屠杀。"与其他策略一样，当贪婪使得杠杆运用过多时，会产生令人很不愉快的结果。

业绩表现

CISDM在2004关于对冲基金15年中的收益研究显示，可转换套利的平均年收益率为10.23%，其夏普比率为恒定的1.50。我们研究可转换套利1994~2005年间的表现，其结果略低于上述结果。可转换套利，虽然超过了股票和债券的回报，却也只在1.39的夏普比率的水平上获得了9.1%的收益率。可转换套利是相对价值策略中表现最好的策略，但是其表现要差于其余四种策略以及HFRI的基金权重综合指数（Fund－Weighted Composite Index），参见图8.1。

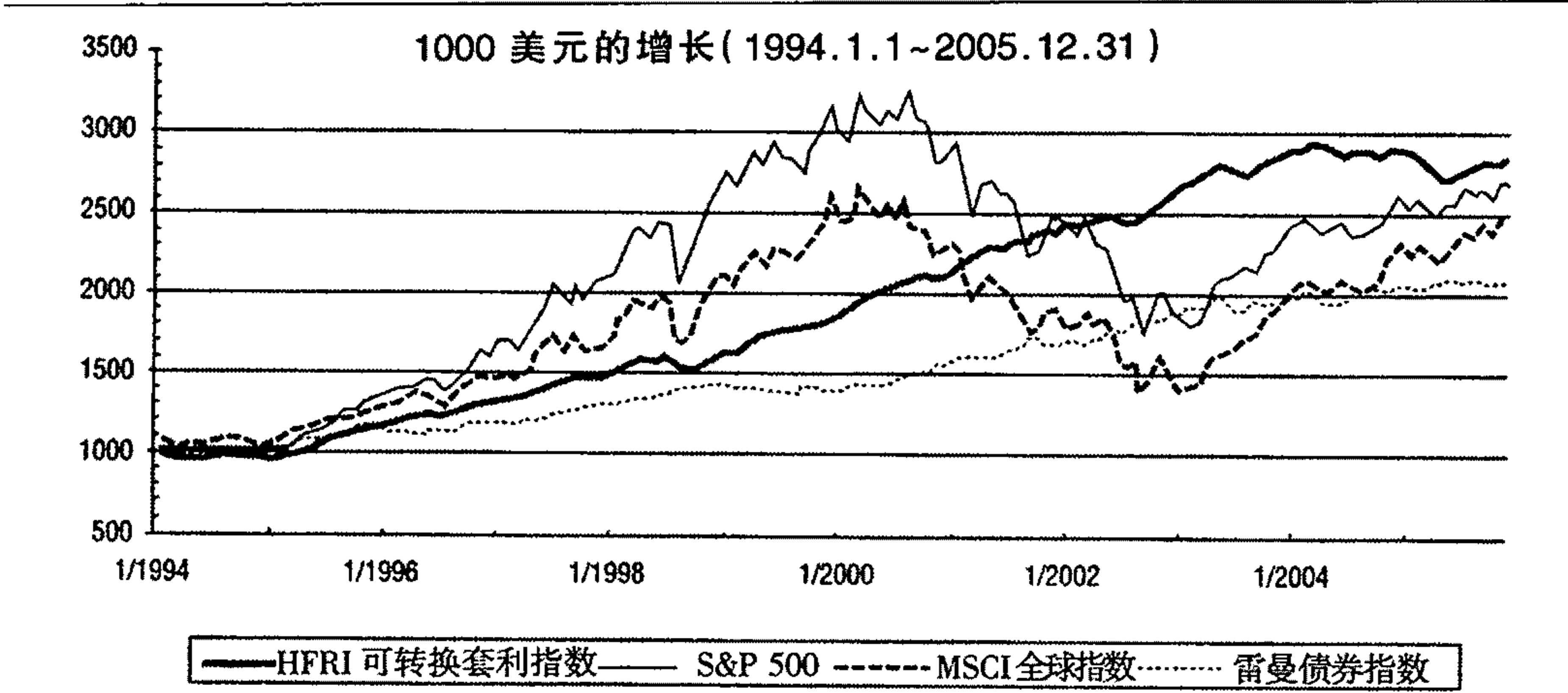
在最近的五年里，股票市场的发展变得缓慢，HFRI可转换套利指数轻易的超过了标准·普尔500指数并且与债券指数的表现大致相同。图8.2显示这一时期指数的累计收益率超过了30%，平均每年大于6%。不过这一策略仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优于股票市场中立策略，排倒数第二位。

图 8.1

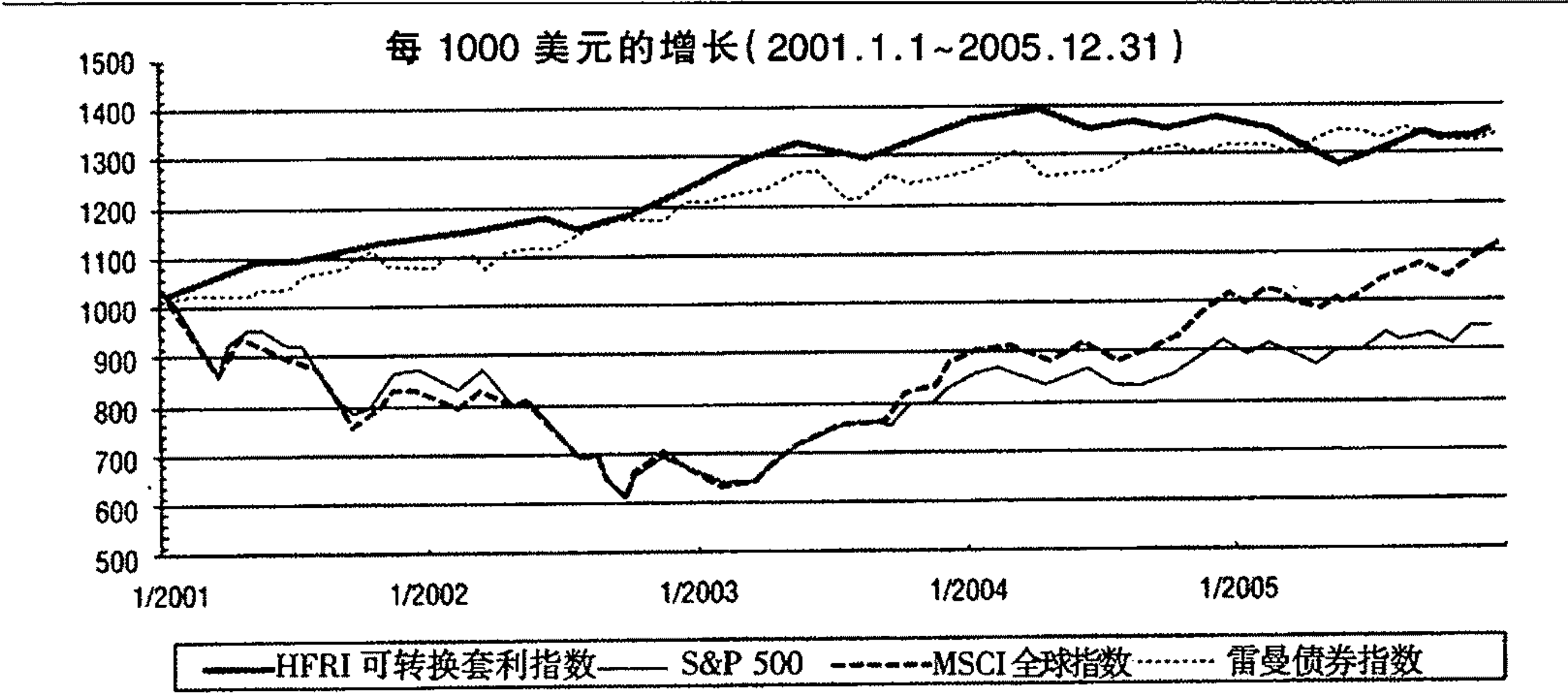
累积业绩表现：HFRI 可转换套利指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

图 8.2

HFRI 可转换套利与市场基准的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

是什么影响了业绩表现？

人们一直在争论，是否已经到了可转换套利如凤凰涅磐一般，恢复以往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好表现的时候。但是，几乎没有人站出来说，确实到了那样一个好时候。一些基金经理告诉我们，如果赎回还继续的话，那么糟糕的日子就不会结束。皮特·德利瑟(Peter deLisser)在1988年建立了资本Sage Capital，并且他也是我们本章的受访者。皮特·德利瑟说："我们正站在漫长调整期的末端。过去两年，对于这个行业来说是一段苦难时期，但是我们马上就要看到隧道尽头处的光亮了……不过，我还是要加上一个小注释：我并不认为你会再次看到2003年以前的那种收益率，或许永远都不会了。"

是什么发生改变了呢？从而德利瑟以及其他人并不对可转换套利的前景持有乐观的态度。有五个很好的理由能够解释这一策略业绩表现的急速下降：过多的钱追求过少的证券；数量优势在很大程度上消失了；波动性降低了，并且一直维持着低水平；低利率对正利差的影响巨大；使用杠杆规模的大幅度下降也对业绩造成了不良影响。

过多的资金。这是最常听到的咒语。在美国，可转换证券的市场规模大概只有2600亿美元，而其中最主要的参与者就是对冲基金(400亿美元资产×2.5倍杠杆=1000亿美元的购买力)。如果考虑到可转换套利的交易者在交易的频率上大大高于其他购买和持有的投资者，那么这点就更为准确了。因为这个市场中的大多数交易是由对冲基金完成的，并且由于他们或多或少倾向于在同一时刻买卖同种证券，这就不难理解为什么α无法产生了。我们曾经在事件驱动那一章中采访过的米奇·哈利说过曾经有一段时间，每对应于一个套利者，就有50个可转换证券买家。现在，变得不同了。大量资金的涌入，使得可转换证券的价格到了一个令人难以置信的水平，并且当没有买家的时候，价格和套利的业绩一起开始下跌。随着业绩表现的下滑，2005年出现了大规模的赎回，这进一步导致了卖出交易，使得价值缩水加剧。

数量优势在很大程度上消失了。在第5章，我们指出兼并套利的吸引力随着信息技术的发展而消失了，因为信息技术的发展使得那一领域曾经存在的信息优势消失了。同样的，科技改变了计算能力以及任何证券即时信息的可获得性，这同样改变了可转换套利的领域。数量模型曾经因为其私有的属性而用于发现非效率状态和错误定价，但是现在的数量模型已经不是出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自不同制作者之手了。正如一个基金经理跟我们讲的："我认为在过去很容易去断定，拥有最好数量分析工具的人就拥有竞争优势。但是，随着时间的发展，数学变得非常精确而又易于应用。现在，任何可转换证券市场的参与者都拥有同样的数量分析工具。不仅仅是买家拥有，卖家也同时拥有。在这一点上，所有人都处在同一起跑线上。"

更低的波动性。可转换策略最近不佳的表现，同波动性期望值下降至十年以来最低也有一些联系。CBOE VIX是最广泛的衡量波动性的指标，其已从2002年45的高位下降至2005年年底的接近11的水平，并且始终维持在低位达一年之久。因为波动性交易是收益的三大稳定来源之一，过去两年波动性水平的低下，使得这一策略不再是良好的业绩表现者。

低利率水平。在大多数可转换套利的业绩表现中，正利差都处于核心的地位。随着低利率水平的确定，对利差的两个边界都产生了不利的影响。首先，可转换证券的折价率比5到10年前低了很多。因为低利率意味着对卖空者的支付也降低了，所以正利差中收入的第二个来源——空头利息折让下降了。总的看来，这些收入的减少对可转换套利的历史业绩水平产生了巨大的不良影响。

低杠杆。在过去的五年中，可转换套利的经理使用杠杆的规模大大下降了。最近，在Goldman Sachs的调查研究中，研究者发现杠杆的平均倍数从10下降到了2.5。在本章结束后的采访中，皮特·德利瑟断言这一行业的杠杆利用率将趋于下降，他所管理的圣贤资本就没有使用杠杆。尽管如此，我们知道如果杠杆的倍数下降至2.5，那么毫无疑问收益将受到不利的影响。

Goldman Sachs在2005年12月19日宣称，他们将于月底取消可转换套利指数的计算。很多人大概会从中揣测，他们认为这一策略即将灭亡。但是，我们仍然相信，他们是过早的为这一策略奏响了哀乐。不过，对于可预见的将来，我们同意德利瑟的说法，即可转换套利基金不可能再赚取如从前一般高的收益了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

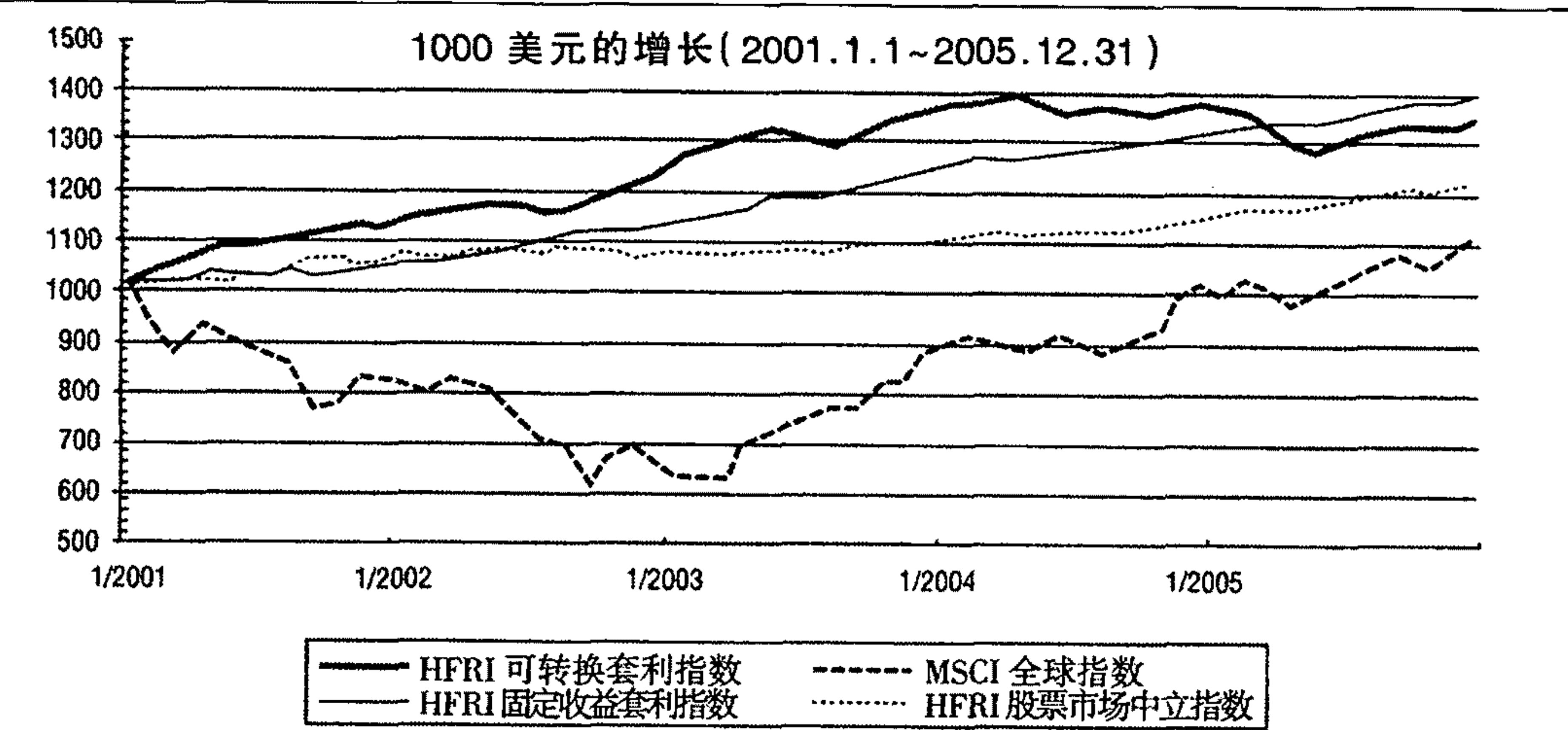
优势

从历史上看,可转换套利策略拥有两个主要的优势:同债券、股票和其他对冲基金关联性较低的市场中立以及相当稳健的收益特征。

如前所述,可转换套利策略在最近的熊市期间从很大程度上保护了投资者。和其他的相对价值策略一样,将可转换套利策略加入到传统的资产组合中,可以降低组合的波动性并且提高其风险调整后的收益。在我们的研究中,可转换套利是相对价值策略中表现最好的。当然,那是12年前发生的事情了。最近,固定收益套利已经超过了可转换套利和股票市场中立,成为该领域的最佳表现者。图8.3给出了三种相对价值策略在过去五年间的业绩表现。可以看到,转折点出现在2004年的早些时候。

图 8.3

HFRI 相对价值套利指数与 MSCI 世界指数的比较



资料来源:Mayer & Hoffman Capital Advisors, HFRI, and PerTrac。

至少是直到最近,该策略的第二个优势都在于其收益的稳健性。因为正利差的存在,所以基金的波动性很低并且其可预期的利润来源都因为杠杆的运用以及持有证券的交易而有所增大。但是,正如我们前面所谈到的那样,在经历了市场的变化之后,这一策略的主要优点能否持续下去还是未知的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劣 势

在"什么影响了业绩?"那一部分中,我们集中列举了影响可转换套利核心业务的一些风险。这些风险中的两种,下降的波动性以及低利率,我们在之前已经进行了讨论。但是还有另外两种风险在对可转换套利的经理们施加着影响:可转换证券供给和需求特征的变化以及所谓的与下降的德尔塔、伽玛还有维伽(Vega)相关的希腊风险(Greek Risks)。

在过去15年的大部分时间里,可转换证券的供给是大于需求的,而且很多可转换证券是在一个相当吸引人的价格上进行交易的。2001~2004年,当对冲基金不断涌入这一策略,那些折让就消失了并且获取利润的简单来源也不存在了。可转换证券市场相对于其他策略,其吸引人的程度已经下降,自然买家也不再参与,只留下对冲基金经理们之间进行交易。在2005年即将结束之际,收益仍然维持在低水平而且相对于转换平价的贴水很高,这样,可转换证券从整体上来说,还是缺乏好的风险/回报特征。

市场变化所带来的另外一个结果就是,新的可转换证券的发行显现出周期性的特征。正如我们之前所讨论的,新发行的可转换证券是套利者的良好利润来源。但是,在过去的两年中,因为定价越来越理性而且供给越来越少,一个可转换套利的获利来源消失了。

最后,我们将要谈到希腊风险。当基金经理因为自己对股票、市场或者二者共同的看法而故意为他们的对冲基金留有看多或者看空的偏差时,他们就不是完全中立的,所以就将自己同时暴露给了市场和特定风险。在一个下落的市场中,不但德尔塔会受到影响,伽玛也会受到影响。可转换套利的经理并不想要负的伽玛,这种情况在股票价格突然大幅度下跌时就会出现,同时也会使得债券的价格下降。在第九章中涉及到质量变化现象时我们会再讨论这一情况。可以非常肯定地说,质量的变化可以破坏大多数可转换证券的价值,并且会使其流动性枯竭,使可转换套利面临流动性风险。1998年,当这一情况在全球范围内发生时,HFRI的可转换套利指数在八月到十月下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降了大概5%的幅度。你在下一章会看到，同属于相对价值策略的固定收益套利也没能够幸免。

因为可转换套利是一个长期的波动策略，我们最后的希腊风险就是维伽。随着波动性的下降，维伽的值也会下降，这样就会使得可转换贴水下降。事实上，在过去的两年中，整个市场都出现了这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

皮特·德利瑟

(Peter deLisser)

Sage资本创始人及组合经理

皮特·德利瑟(Peter deLisser,下文简称PdL)在1988年建立了从事可转换套利的Sage资本。与他的谈话就好像是你在枪林弹雨中跳入了掩体去寻求掩护时与一个步兵的对话。他的坦白甚至都是残忍的并且他毫不低估它所面临的可怕处境,但是他很坚韧并且有信心能生存下去。2005年,在HFRX的可转换套利指数下降了5.69%的那段时间,Sage资本仅仅下降了0.57%。从开始设立至今,Sage获得了令人钦佩的9.05%的年收益率。

Sage公司位于佛罗里达的萨拉索塔（Sarasota),2005年糟糕的可转换证券市场就像另外一次凶猛的飓风季节——屋顶被掀翻、墙壁倒塌、遍街废墟。因为可转换套利策略在2004和2005年是表现最差的对冲基金策略，赎回就像暴风雨一样摧毁着其运营的根基。很多基金关闭了，而且没有人再采用这一策略。曾经是对冲基金业亮点的投资策略,几乎被摧毁了。因此,我没并没有采访新的基金经理,而是选取了皮特·德利瑟这个基金业的老兵。皮特所具有的超过17年的对冲基金业可转换套利的经验使他对这个行业有了深入的见解。

⇑SK:当初你建立Sage公司的时候,情况是很不同的,对吗?

➡PdL:八十年代末的市场环境与今天是完全不同的。我发现我们可以建立一个投资组合以替代债券,在更低的风险和波动性的基础上,为投资者带来更高的收益率。

我知道我们能够做到。有数十亿计的资产流入了债券市场,我认为那是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们能发挥作用的地方。那时在国内大概只有六个人从事可转换套利。

我们的做法就是采用可转换套利策略并且利用它来降低风险。这一切发生在1987年股市大跌之后的六个月，那时很多人都采取措施以免受到股市下跌的影响。当时我正在摩根士丹利(Morgan Stanley)工作（从1982年到1988年），我们很惊异于可转换套利组合在现金方面的较差表现。

我们认识到这种较差表现背后的元凶就是过多的运用杠杆。对于我来说，我认为通过运用无杠杆可转换套利策略可以获取利润。显而易见，如果在好的时候运用杠杆那么将能取得更高的收益。但是，不使用杠杆可以使得组合的波动性下降，并且使得投资者的风险降低。

1998年，我们开始经营的对冲基金吸引了很多保守的对冲基金投资者。我们处在投资分布中最保守的一端，因为风险规避是我们进行组合管理的首要目标。

当时，那并不是一个大桩生意。但是，在接下来的10年中，对冲基金业发展的非常迅速，在这一领域中，许多基金经理都乐于承受更多的风险并且加入更多的杠杆来获取更高的收益。可转换套利的基金经理从平均意义上来讲都是最大程度的运用杠杆。其中一些经理运用了五倍、六倍、八倍甚至十倍的杠杆！所以，随着时间的流逝，与其他的可转换套利基金相比，我们的风险变得越来越小。

⇑SK：*在过去的几年中也是这样的吗？*

➡PdL：不是的。现在很多基金经理开始恢复到我们的路上来。在过去的两年中市场的表现确实是非常差，很多可转换套利者不得不缩减杠杆的倍数。赎回使得基金经理们遭受了巨大的损失，其中甚至有一些破产了。突然之间，那些幸存者看起来与我们是一样的。

⇑SK：*所以，你们从来不在基金中运用任何杠杆？*

➡PdL：我们的核心策略都是零杠杆并且高分散化的投资组合：在行业之间进行分散，在各种不同类型的可转换证券之间进行分散，在各种规模不同的发行人之间进行分散。我们的目标是控制仓位，这样就可以避免那些某一种证券会过度和剧烈地影响整个组合的情况。

⇑SK：*所以，你的甜蜜点(sweet spot)就是普通的可转换套利。*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡PdL：非常普通。不幸的是，甜蜜点在过去两年中有点苦涩。但是，我们应该面向将来。在关联的关系上，折让和贴水之间的关系已然开始回到几年以前经营较好时期的情况了。

⇑SK：*是有过多的资金集中到有限的交易上吗？*

➡PdL：这么说也对。但是如果你看看这个领域在过去的利润多么高，再看看过去两年的话，我们所产生的损失真的不是非常严重。2004是一个丰收的年份，但是我们仍然只赚了一点点，收益率大概1.9%。2005年，我们有个轻微的亏损(0.57%)。其实情况可能会更糟糕。

我们与其他经理最大的不同在于，其他的经理大都是模型驱动的。不管模型是他们自己研发的还是从别处购买的，这些模型的使用都使得可转换证券市场更加具有效率。那是因为可转换模型仍然是相对来说较为简单的一个并且每个人的模型都大致相同。

但是，有一些因素是模型无法包含的。模型的作用只是将所有的证券进行分类，分为那些在收益上吸引人的证券和对人毫无吸引力的证券。在我们决定买卖的时候，我们跟本就不是模型驱动的。

当我们发现赚钱机会时会购买可转换证券。我们并未尝试去抓住波动性或者伽玛的特征。我这么说的目的并不是要否定信用分析师。我们尝试通过将组合的多头以及空头进行组合而获利。

⇑SK：*你寻找什么样的市场变化来帮助你获取利润呢？*

➡PdL：有那么一些重要的事情。我认为影响我们利润的因素之一就是联储。当他们提升利率的时候，以及当人们惧怕联储会持续提高利率的时候，就难以在数量上衡量可转换证券的固定收益的内在真实价值。并且，那就使得买者积极性下降。

另一把悬在市场之上的利剑使我们不得不跳出可转换证券的赎回周期。今年年末如果产生更多的损失，我不会感到奇怪，但是我现在倾向于认为我们已经相当接近上述的目标了。可以想象今年年底的时候，资金会非常的犹豫。但是，我可以肯定地说，从2006年1月开始，那些持有可转换套利对冲基金的投资者将会在一段时间内忠于这一策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⇑SK：赎回的周期对给你带来重大损失了吗？

➡PdL：我们也不能幸免。现在我们大概管理着2.25亿美元的资产。两年前，这一数字是4.25亿。所以，我们也遭受了同其他人一样的赎回。事实上，从一定程度上来讲，我们的处境更加艰难，因为我们提供其他封闭式基金很少提供的月度流动性。这样，在赎回周期开始的时候，我们损失惨重。

但是，从另外一方面来讲，当我们度过了那一个周期以后，情况就开始逐渐好转，我们可以比其他基金更快的为新资产建仓。毕竟，我们经历了很多个赎回周期，并且在这一方面比其他的基金经理更富有经验。

⇑SK：现在你们的基金规模减小了，那么管理组合是变得更加困难了还是更加容易了？

➡PdL：简单的、悲伤的现实是管理少量的资产比管理大量的资产更加容易。你知道的，你的基金规模越大，你也就可能面临更大的麻烦，并且可能会毁坏自己的名声。你失去了完全的选股能力。当你的规模如我们的一样小时而且并不需要购买每一种发行证券时，你就可以在详细地分析和研究后说："好吧，那一只应该可以。"

但是对于我们来说，无论大还是小，我们的实力都保持在一个较高的水平。我认为要在投资界取得成功，遵守定律比拥有天才的思想更加重要。当投资产品符合我们的标准时，我们就买入。当它们的变化范围超过了我们的标准，我们就将这些产品出卖。过去我们所犯的最大错误就在于忽视了买入和卖出的定律而去相信所谓的故事，或者相信了自己的感觉，亦或者相信了从某处听到的消息。虽然如此，有趣的是，给我们造成最大损失的投资或持有的个别证券是现金接管。

⇑SK：是否对某些特殊的证券有想法？

➡PdL：2005年，我们因为现金接管而产生的损失比我们过去十六年的损失总额都要大。接管是可转换套利市场中最严重的风险之一，并且过去也没有真正有意义的接管保护。

现在，你有了一个很好的适合于接管公司的经营环境。很多股票的交易价格都比几年前降低了很多。同时，因为利率较低，所以公司都持有富裕的现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。我们知道接管是可能的。我们只是希望可以避免那些事情发生。事实上，我们确实避免了一些比较糟糕的案例，但是我们同样陷入了其中的一些。

今天，一个主要的改变在于公司在没有真实接管保护的情况下无法发行新的可转换证券。通常还是按照该完成的方式完成。

直到最近，人们才意识到接管保护是给出了可转换债券同样价值的价格，所以如果是敌意收购的话，你就可以保证得到股票的等值补偿然后退出。等价的支付并不能够真正的解决可转换证券持有者们的问题，因为当你买入一种可转换证券的时候，不论什么买入的原因，你都是买入了一个有时间期限的权证，而且权证的价值是由买入保证决定的。当然，在现金接管的案例中，权证就消失了，因为权证并不能够转换为任何股票。简单地说，这违反了你购买的合约。最后，市场会解决所有的问题。

⇑SK：内在的接管保护事实上产生了一种非常有意思的现象。

➡PdL：是的，因为现在的市场出现了分化，新发行的证券都是接管保护的。所有的套利者都在购买接管保护的证券，因为他们无法再经受打击。

结果，非接管保护的证券是便宜的！我可以告诉你，我们买了很多。并且我们认为我们的投资足够多样化，就算是在这里或者那里遭受一些损失，与损失相比，收益是可观的。

⇑SK：那是一个非常有趣的策略。

➡PdL：是的，我们会买入那一类型的证券，而且我们会买入卖权而不是卖空相关的股票。那样的话，如果股票的价格上升，我们可以获取利润。但是，如果股价下跌，我们仍在一定程度上进行了对冲操作。卖权策略和通过股票空头对冲的策略并不是完全相同的。不过，这是一个利用优势的机会。如果投资者提问："那么，你是如何利用这种持仓来赚钱的呢？"我会给出答案的。

⇑SK：你能给我们一个你最近交易策略的例子吗？

➡PdL：让我们看看Axcan药业（纳斯达克：AXCA）的例子好了。Axcan研究并制造肠胃药产品。在2003年4月，公司发行了在2008年4月15日到期的可转换债券，其利率为4.15%。这种可转换债券可以转换为71.4股的普通股。

⇑SK：转换贴水是……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡PdL：大概38%。这次发行的规模较小，只有1.25亿美元。这只债券的赎回价格是101.70，但是在2006年4月20日以后就脱离赎回期了。

⥣SK：所以这次发行的规模较小，并且没有接管保护。是你喜欢的投资类型吗？

➡PdL：的确是。我们从2005年秋季开始买入，当时股票的交易价格是12.60美元，而买入债券的价格是105美元。因为转换价值是900（12.6×71.4）美元，我们只支付了16%的贴水。现在贴水变得更低了，因为看起来债券有可能在4月份被赎回。

⥣SK：那你卖空了股票？

➡PdL：没有，这就是问题的所在。因为我们从债券利息中获得正利差而且债券将在2008年4月到期，我们认为其风险相对较低。没有接管保护，所获得的收益将是巨大的，我们喜欢仅持有债券多头所带来的简单的风险/回报。

⥣SK：这些天来，制药企业在并购中很流行。

➡PdL：嗯，是这样的，在被接管谣言盛传的情况下，股价上升到了18美元。债券价格上升到了130美元，使得贴水降低到1.5%。

⥣SK：但是，还没有产生真实的交易。

➡PdL：所以在2006年1月的晚些时候，为了保护我们的投资，我们对股票进行了卖空操作，大概覆盖了我们投资量的90%。

⥣SK：如果包含空头利息折让在内，那时你的利差是多少？

➡PdL：漂亮的7%。不幸的是，我们知道这持续的时间不会很长大概只有一个月，所以我们就在能享受的时候享受。

⥣SK：发生了什么？

➡PdL：实际上是很好的。Axcan的一种产品被食品与药品管理委员会在临床应用阶段否决了，然后股价重新下跌到了12美元。在那个时候，我们以105美元的价格出售债券，从空头上获得了6%的收益，并且结束了这项投资。

⥣SK：那是非常美妙的，尤其因为很少的基金曾关注那只股票。从另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面来说，过去的这个四月(2005年)，通用电气的债券评级下降而股票价格上升迷惑了很多对冲基金界的人士。

➡PdL：在进行可转换套利的人中，你几乎找不到四月份未持有通用的人。我们是那些为数不多的未持有者之一。

⇑SK：但是，你在四月仍然经受了损失。

➡PdL：某种程度上是因为其他的原因。开始，我们并未持有通用。然后通用被降级，基金都开始经受损失。在那个时候，我们决定买入一些通用，仅仅是因为其他的人都在止损并卖出它。我们试图抄底，但是时间上有一点过早，所以我们损失了2%。

在五月，我们将损失赚回了一部分，之后我们将其全部卖出。所以我们没有完全错过通用的崩溃，但是我们错过了精彩的一部分。

⇑SK：既然看到了这一策略的艰难时期，为什么投资者还考虑将资金再次投入可转换套利的领域呢?

➡PdL：可转换套利策略具有唯一性，因为你的多头和空头之间具有对称关系。每一种可转换债券或者每一种可转换优先股，都可以转换为确定数量的普通股。所以，股票价格变动与可转换证券价格变动之间的关系是很容易看出来的。因为这样，它就为我们提供了一个唯一的机会。当我们对冲可转换证券时，这就是一个对称的对冲；而不是凭想象进行的工作。所以就有了一个在其他大多数对冲领域都不存在的定律。你可以从多头和空头同时获利，这一点也是唯一的。你持有的多头会带来债券利息收入。你持有的空头带来折让收入，并且降低了风险。也就是说，有些时候，这一策略是优于其他策略的。

⇑SK：前景如何呢，皮特?

➡PdL：我个人认为，我们已经到达了一个修正周期的末尾。过去两年中，对于采用这一策略的人来说，的确是个痛苦的时期，但是我们很确定地看到了隧道尽头的光亮。更重要的是，我们看到了能够重新获取利润的环境。但是我想要加上一句提醒："我不认为我们的收益率能够回到2003年以前的水平，可能永远都不可能了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

固定收益套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

相对价值三步曲的最后一个策略是这些年来名声最差的一种——固定收益套利。简单的说，这种策略寻找、挖掘所有固定收益证券之间微弱的价差。因为这些价差范围很小，诺贝尔经济学奖获得者、长期资本管理公司的负责人之一，迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)，曾解释通过“吸收别人看不见的小镍币的吸尘器”，他们的基金就能够赚钱，而这一比喻也和固定收益套利永远联系在一起。

这种策略中最经常使用的固定收益工具包括：

- 所有的国库券
- 公司债券
- 市政债券
- 抵押贷款支持证券(以下简称MBSs)和其他资产支持证券。
- 利率互换
- 利率远期
- 新兴市场债券
- 担保债务凭证(以下简称CDOs)
- 信用违约互换(以下简称CDSs)

今天应该有一本关于固定收益套利(FI Arb)中所有衍生品的书籍，不过一经出版，这本书也就过时了。应对市场的需求，这些工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具的复杂性和衍生性逐年加大。一般而言，证券的复杂性越高、证券越新，对于老练的套利者越有潜在的交易机会。经常看到拥有数学博士学位的交易员们与最好的数据库程序员们一起工作。在一流配置的电脑嘎嘎声中，程序员轮流操作大型的数据库。他们一起努力在对手之前发现机会并从中获利。

专业化越来越普遍，这一点也不奇怪。每一个专业领域都必须有自己独特的进入壁垒（除了先进的数学要求），抑止进入这一领域的交易员数量。例如，固定收益套利大旗下最大的单一交易策略——抵押债券支持证券的一个专业套利者，已经为这些工具专门设计了精巧的模型，包括预测提前偿付率、平衡组合风险敞口、流动性和凸性(债券价格与收益率之间关系曲率的度量)。另外，一个抵押债券支持证券经理必须具有丰富的经验和特别的交易技巧。因为这项工具的特性，抵押债券支持证券套利与其他固定收益证券套利策略。高进入壁垒，保证了该领域的专家比起其他大多数对冲基金有更少的对手。在Hedgefund.net数据库中包含大约7000家对冲基金，仅有22家是抵押债券支持证券基金。

在对冲基金策略绩效的排行榜上，固定收益套利并不在首位。从1996年到2005年，固定收益套利没有进过前四名。而在1998年，HFRI固定收益套利指数损失超过十个百分点，使其成为绩效最差的方式。那些年头，固定收益套利一般徘徊在排行榜的后三位。

令人惊奇的是，大多数固定收益套利基金遭受的如1998年这般的损失并没有使这个领域消亡。相反，这种策略的趋势已经获得反弹。2002年，HFRI表示共有1040万美元单独流入固定收益套利基金。从2001年起，对冲基金投入固定收益套利的总资本金额已经从1100万上升到5800万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定收益套利交易与投资策略

众所周知，这一策略交易的种类和复杂性在增加。每家都有自己的资产估价模型，各种数据中的因素指引着如何决定任意固定收益证券或其衍生品的公允价值。即使一点小小的差别，如果发现了合适的对冲机会，也会成为一起交易的有力推动力。可以非常理性非常安全地认为，这一策略中的所有交易都有三个共同点：他们都包含被相对空头头寸抵消的多头头寸；都使用杠杆；都依赖均值回复，并将其视作核心假设。

固定收益套利经理们寻找两种相关工具之间的定价差异，以建立一个对冲利率风险时有正现金流量的长期–短期交易。通过这种方式，固定收益套利试图在维持市场中性中获利。最常见的交易可以发掘收益率差、收益率曲线、信用利差、现金与远期利差、掉期利差之间的反常。让我们先看看每种交易的例子，再分析这种策略的回报来源。

收益率差

收益利差交易可能包含在一只收益率较高的长期公司债券和一只收益率较低的短期国库券的相同持续期内，以捕捉与两者差别一致的一个正现金流量。注意，尽管如此，要寻找到一个完全对冲掉任何市场风险的抵消交易会非常困难。

因此，在实践中，收益率差、信用利差、互换差之间的套利会使长短期头寸的持续期尽可能的一致。持续期衡量一只债券在利率变化一个百分点时其价格变化的程度，这里指年利率。例如，持续期为2意味着利率上升一个百分点，该债券价格下降两个百分点，或者相反，利率下降一个百分点，该债券价格上升两个百分点。持续期同样描述了一个证券所有收入流入的加权平均期限。

当交易员寻找一个对冲机会时，最理想的情况就是找到与最初的头寸相同持续期的抵消交易。如果在某对对冲交易的两边存在一个持续期的差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别，这一差别可以被另一对冲交易方数量相同但方向相反的差别所抵消。这一举措的目的在于保持投资组合的市场中性。

收益率曲线

收益率曲线套利存在于有不同到期日的相同债券之间。这里，交易经理将持有一个价格低估的十年市政债券的多头头寸，并持有一个相对价格高估的十一年市政债券的空头头寸。这一交易的另一做法是加大这一持仓方向，减小收益率曲线套利的市场中性。这笔交易里(假设一条正常的收益率曲线)，如果交易经理认为收益率曲线会变得更加平坦，他会持有收益率曲线更远端，比如说十年期以上证券的多头，而会减持短期(到期日在5年内)的证券。

信用利差

交易的第三种类型是信用利差。这一主题下有很多变化方式，但核心是增持风险更大的信用工具、减持风险较小的种类。在同一家公司资本结构中不同的债务部分间、在国库券远期和欧元远期间、在同一产业但是不同信用评级的两家公司的债务工具间，交易经理都能够进行套利。尤其是抵押债券支持证券的交易员们，更是将使用信用利差交易作为利润的首要来源。他们最常见的交易是持有高收益但是风险更大的联邦国民抵押协会的抵押债券支持证券多头头寸，持有相同到期期限的更安全但收益更低的国库券的空头头寸。

现金与远期利差

国库券远期多头头寸与现金工具空头头寸是另一种交易设计，通过挖掘信用利差及收益率曲线套利来获得正收益。包括我们专门的访谈者，Pinewood信用市场（Pinewood Credit Market）的麦克·帕斯特奈科(Michael Pasternak)在内的经理们，经营着有形工具和基础衍生产品之间套利这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基础交易。例如,经理持有市政债券多头同时持有店头市场或交易所交易衍生品的空头。

除了长短期对冲这一所有交易共有的方面,它们还有另一个特点:大量使用杠杆。固定收益套利是对微小利差的资本化和频繁交易,市场流动性越好,价格差异就越小和越少。因此只有通过杠杆放大才能有利可图。这就是为什么固定收益套利使用平均高达20到30倍资产的杠杆，远高于其他任何基金策略。

最后,所有的交易拥有共同的理论基础:均值回归的原理,即在被套利工具间的历史价格关系总是回归公允价值。还记得股票市场中立交易中同样的原理吗?套利的基础投资理论就是金融工具与其历史水平异常的利差会最终趋于一致。因此,大部分固定收益套利交易是一种趋势集中交易是有道理的。

收益的来源

固定收益套利有四点已确认的收益来源:正利差、风险溢价、赚取的复杂交易溢价及杠杆。

正利差

与其他相关的获利策略一样，固定收益套利有正利差这样一个重要的收益来源。我们用经常使用的互换利差交易来说明这种持有利得是如何产生的。互换利差策略因长期资本管理公司而闻名。这一策略有两部分。首先,挖掘在长期互换利差和其对应短期互换利差之间的差异。然后,持有一个与互换期限相同的国库券空头,同时投资于短期利率减少的证券,赚取回购利率。回购利率是回购协议中涉及的利率,通常是今天买,第二天就做相反交易的隔夜交易。通过长期互换交易固定息票获得的利息收益,加上短期利息的隔夜利率,减去国库券与浮动LIBOR(伦敦银行间拆借利率,一个短期互换利率的代表性变量)的支付,就是这个利差产生了正的现金流量。把这笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易继续分解，可以得到一个长期部分，即互换的固定息票与国库券之间的利差，一个短期部分，即浮动LIBOR与短期的减少。所以从这个意义上讲，这个策略就是赌长期部分的获利大于短期成本的损失。之所以这种赌博有可能赢，是因为在正常条件下，短期部分，即LIBOR与回购利率之间的利差，因为非常低的标准差和回归中值的特性，非常稳定。所以一个固定收益套利经理看到长期套利与短期利差的历史平均值之间的利差高于20个基点时，它们就会毫不犹豫地展开交易了。

风险溢价

评估所有对冲基金策略绩效的方法之一，尤其是像固定收益套利这样生僻的种类，就是任何α都是基金承担风险的结果。这些风险，诸如信用/利率/流动性风险没有被资本资产定价模型（CAPM）或者珐玛的有效市场假说（EMH）所包括，因此持有更少流动性，或更大风险的工具应该有某种形式的风险回报。在固定收益套利中，持有流动性较差证券多头同时持有更有信用与流动性的证券空头的交易员必然要为承受额外的风险而获得补偿，这种风险有时相当大。本章的后边，我们将讨论当外生的危机发生，因流动性差而使利差泡汤时会发生什么。通过承担与这类事件相关的风险，固定收益套利经理们获得一个风险溢价，即通过持有流动性相对较差的证券获得更高的回报。

复杂性溢价

固定收益套利的第三个收益来源是复杂性溢价。就像风险溢价，它未被资本资产定价模型和有效市场假说所囊括。如果一名交易员有能力甄别由于不当的理解和复杂的变动相互作用引起的证券价格异动时，他就可以获得复杂性溢价。这些变动包括期权、信用质量、互换收益、收益曲线之间的相互作用。有效市场假说在最保守的形式上认为对于所有未对市场价格做出反应的投资者来说，不存在与价格相关的信息。既然有许多固定收益套利交易人员处于非有效市场，毫无疑问一些边缘信息仍会存在。因此复杂性溢价就是作为得到这些信息的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆

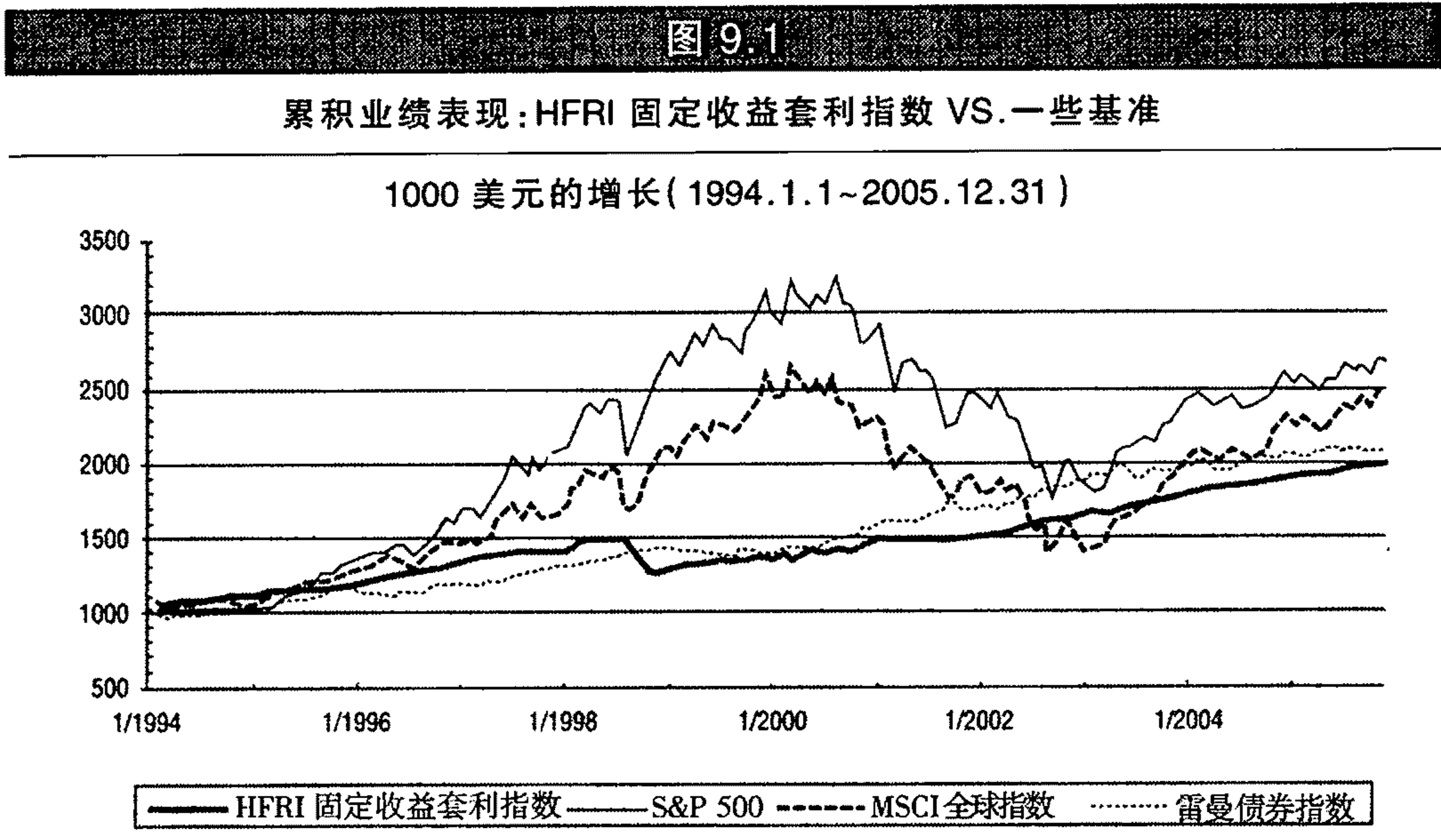
我们已经注意到，相对于其他基金，例如ELS，固定收益套利能找到的价格异动非常微小，因此它使用较高的杠杆。一方面，如果没有杠杆作用，对于一名固定收益套利经理来说是很难获得满意的收益率的。另一方面，我们将在“劣势”这部分，用长期资本管理公司作为例子讨论杠杆的弊端。

业绩表现

1994~2005年期间，固定收益套利是除卖空套利之外表现最差的对冲策略。固定收益套利的年回报率为5.9%，夏普比率仅为0.53，风险调整后的收益率高于证券但低于债券及其他对冲基金组合。图9.1表明了这三者在过去12年内的表现。

图 9.1

累积业绩表现：HFRI 固定收益套利指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

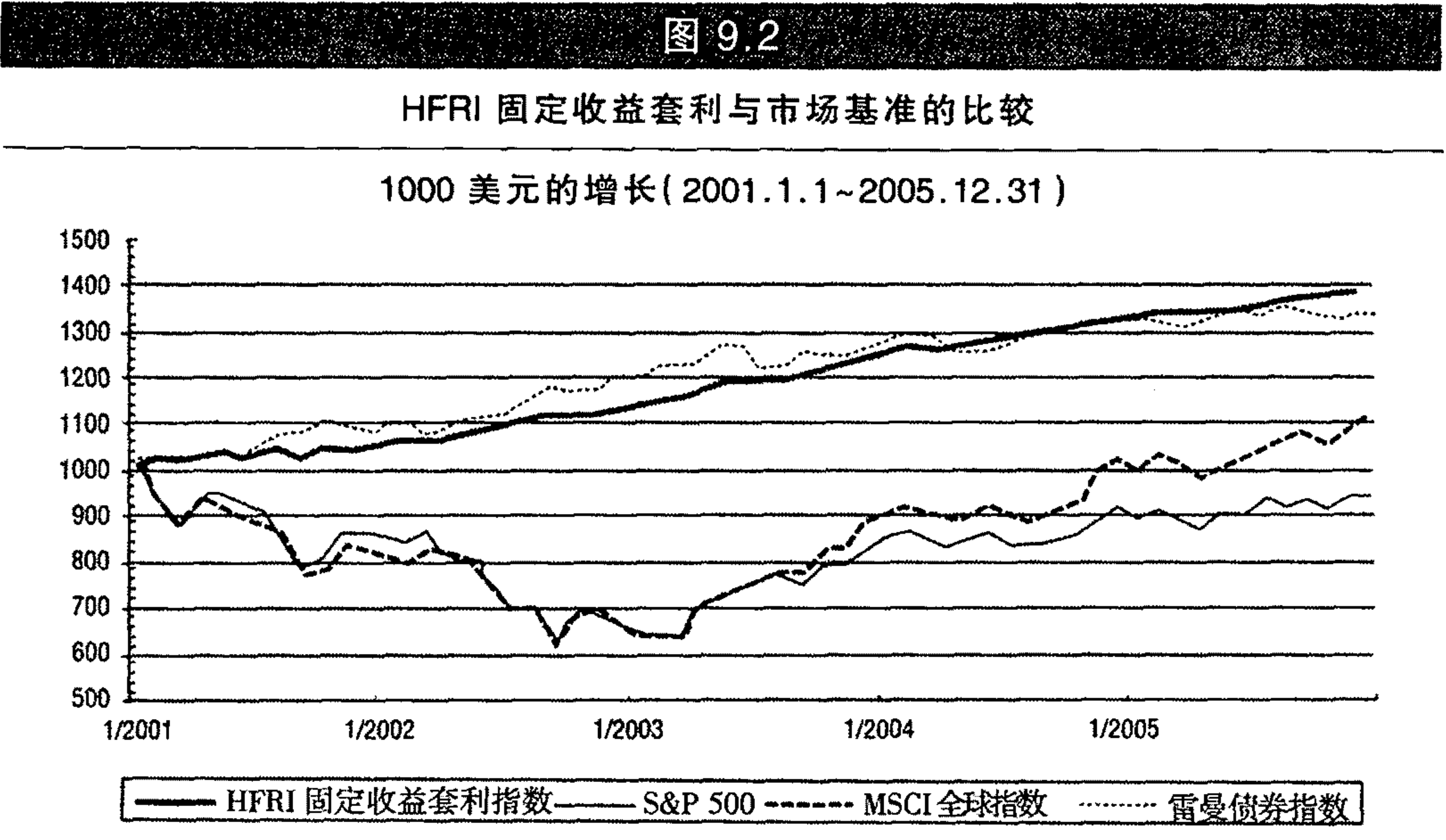
然而在过去五年内，固定收益套利策略总体收益率高于债券，事实上表现也好于证券，甚至在年收益率上略高于HFRI证券对冲指数，同时标准差也更小（见表9.1）。图9.2展示了HFRI固定收益套利指数与MSCI全球指数、标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准·普尔500指数以及雷曼债券指数在累积收益率方面的对比。注意到固定收益套利基金在这个期间内收益率约为40%，把仅仅做多的经理远远的甩在了后面。在2005年，固定收益套利指数回报率为5.6%，虽然低于对冲基金当年平均回报率，但高于标准·普尔指数以及雷曼债券指数。

图 9.2

HFRI 固定收益套利与市场基准的比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，HFRI，and PerTrac。

优 势

固定收益套利有两个主要优势：首先，和其他类型的资产相比，它的收益具有更低的相关性以及波动性；其次，在几乎所有的市场环境下，它的表现都相对理性和良好。

采用这种投资策略最明显的好处是它与股票和债券市场以及其他对冲基金策略的相关性很低。在我们涵盖12年的研究中，固定收益套利与传统两种资产类型的负相关性都较小，而它与HFRI基金权重综合指数的相关性也只有0.13。正因如此，无论把它加入一个传统资产还是其他对冲基金的投资组合，它都能发挥很好的分散投资的作用。

其次，一个管理良好的固定收益套利基金风险很小，而且在几乎所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场环境下，它的波动性都很低。根据图9.1，我们能明显地看出这种投资策略在过去10年（除了1998年）的表现都很好。如果把1998年看作一次例外，并认为它重复发生的可能性非常小，如果也愿意承担这种风险，那么从风险调整的角度来看，这种投资策略就非常具有吸引力。

劣 势

这种投资策略有4种主要风险：高度利用杠杆、流动性风险、利率风险以及对抵押贷款证券交易者而言的提前偿还风险。

杠杆

这种投资策略的首要风险就是它高度依赖杠杆，没有杠杆作用的话它的收益率就会很低。众所周知，杠杆是一把双刃剑。它可以成倍地扩大收益，也可以让损失更加惨重。长期资本管理公司（以下简称LTCM）的惨剧源自于杠杆风险，它也和这种投资策略的第二种主要风险有关，那就是流动性风险。

流动性风险

当危机发生时，市场，尤其不流通的市场，可能会快速而且完全的枯竭。如果对杠杆的依赖程度很高，我们就需要放松头寸以减少损失以及满足由过度借入带来的追加保证金的需求。在一个以安全投资转移为特点的不流通市场，任何需要下达出售指令的人都可能遇到没有买方这种可怕的情况。有经验的交易者在卖出头寸时都不希望碰到“给谁”这种问题。这种情况带来的损失可能非常惊人，因为头寸有可能不得不以一个非常低的价格出售。

不幸的是，这种最糟的情况被LTCM遇见了，它的投资者们都知道在压路机面前，LTCM的镍币被抽干了。为了形象的解析这种情况，镍币表示LTCM努力寻找的各种利息收益，而压路机表示各种击倒LTCM的不利因素集合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理

如果Midas他自己也参与的话，那在1993年发起成立LTCM会更成功。创始人John Meriwether是让这个套利机构在所罗门兄弟公司以史无前例的壮观收益而著称的主要功臣。诺贝尔经济学奖的共同得主罗伯特·默顿(Robert Merton)和迈伦·斯科尔斯，连同其他众多哈佛以及麻省理工的名师们都预计LTCM能够在所有领域大获全胜，因此也没人质疑他们不合理的期限结构。当大多数基金都收取1%的管理费和20%的奖励金时，LTCM收取2%的管理费和25%的奖励金，而且对投资期有3年的限制，最少的投资金也要求1000万美元。尽管如此，Meriwether还是募集到13亿美元的资金， 在那时，这个数字在所有成立的对冲基金中是最大的。

在经营的头5年， 一切似乎都照计划进行。LTCM大量参与掉期利差套利，并且在各种集中交易中获得可观的收益，包括：

- 欧洲主权债券的集中
- 美国/日本和欧洲债券的集中
- 新发行和更加季节性的美国政府债券的集中
- 以美元为对冲的新型市场主权多头

这些收益都以一个30比1的巨大比例扩大。这意味着只要LTCM的资本收益率比它的贷款利率高1%，它就可以达到所有人都认为的合理表现。而且LTCM还可以以一个非常有利的利率来完成它的杠杆借贷。事后来看，很明显LTCM早期成功的基石就是它可以以30比1的比例达到低利率的杠杆借贷，从而它可以找到那些微小的套利机会。

1995和1996两年LTCM的收益率都达到40%。接下来的一年收益率降到30%以下，因为很多利差都被缩小了。于是Meriwether立刻把27亿美元归还给投资者，理由是投资机会不够大也不够吸引人。但是，LTCM在1998年初管理的资产仍高达40亿美元。1998年LTCM在俄罗斯市场上也有很多杠杆头寸(很多人都会说这是俄罗斯轮盘赌的一种形式)。

1998年8月俄罗斯对卢布进行贬值，而且对政府债券也违约(2810亿卢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布，相当于135亿美元）。尽管LTCM在俄罗斯的股票期权市场上承受了很大的损失，但是更灾难性的损失来自于世界所有市场的安全资金转移行为。这种行为所导致的流动性危机是LTCM瓦解的导火索。高的杠杆率曾经扩大了收益，现在也扩大了损失。LTCM的集中行为在利差扩大的情况下被粉碎了。结果，LTCM开始收到追加保证金的通知，而且不得不在承受巨额损失的情况下变现它的头寸，到后来它连变现的能力都没有了。在9月底之前，基金的股本减少到6亿美元，这个灾难是空前的，以至于纽约联邦储备银行不得不援助35亿美元。在世界范围内，固定收益套利基金都遭受了巨大的损失。根据HFRI指数，1998年末固定收益套利基金的平均损失是10%。HFRI指数衡量了所有对冲基金的表现而没有考虑规模因素，这个数字明显是低估了投资者遭受的巨额损失。

利率风险

固定收益套利的基金经理努力去对冲掉利率风险。不幸的是，当作为多头的是风险更高而且流动性更低的工具时，意外利率风险就增加了。如果利差突然扩大，或者资金逃向安全之地，那么就有可能急剧增加保证金要求。戴维·阿斯肯（David Askin）以及他的三个对冲基金就遇到了这种情况。在上世纪90年代，投资银行家基德·皮巴第（Kidder Peabody）就曾在抵押担保债券（以下简称CMOS）市场上占有控制性的比例。结果证明阿斯肯在CMO风险最高的工具上投资巨大，这种方式被称为“有毒尝试”。他也交易本金债券，这种债券让投资者免受预付风险。和今天的MBS交易者一样，他对CMOs做多，对政府债券做空，从而达到了杠杆头寸。

阿斯肯和皮巴第在住房抵押贷款利率低于7%时业绩很好。在1994年的第二个季度，30年抵押贷款的利率上升到7.45%，比第一季度增加了50个基点。因此高度杠杆化的CMO市场在扩大的利差下崩溃了。阿斯肯持有的本金债券也因此遭受了损失。因为它们的定价一部分是基于提前偿还的预期，而这种预期在利率提高时也消失了。结果，阿斯肯的基金不得不进行清算。阿斯肯也持有了25亿美元的CMOs，多数是通过贷款购买的。这场清算毁灭了有100多年古老历史的基德公司，并且使CMO市场陷入混乱。联储不得不介

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入市场以恢复市场秩序。

提前偿还风险

提前偿还风险使MBS和其他所有的固定收益套利市场区分开来。MBS的交易者提出了MBS定价模型，这个模型根据期权调整的利差对MBS进行估值，而且反映了MBS收益高出相似期限的国库券收益的部分。利差是提前偿还概率的函数，风险也是。当利率出现非预期性的下降而再融资行为明显增加时，这就成为一个严重的问题。这就导致了对抵押贷款本金的提前偿还。提前偿还是对票面价值而言的，平价出售的MBS遭受价格下降，而折价出售的MBS价格会标高。提前偿付是公认的难以预计的，所以就算是专业的交易员也会因它们的出现而震惊。假设MBS会是处在多头的位置而且是溢价交易，当套利者多头的价值下降而空头价值偏向稳定甚至上升，那他就面临着意外风险。因此，为了对冲掉提前偿付风险，MBS交易者就会持有本金债券的多头以及其他一些剥离出来的资产的空头（息票，以下简称IOs）。当利率下跌时，本金债券的价格由于提前偿还的出现而上升，从而抵消了MBSs的损失。IOs的空头也能带来盈利因为IOs的价格也会随着利率的下降而下降。

MBS的价值也有可能随着利率的升高以及提前偿付行为意外减慢而降低。在上述戴维·阿斯肯的故事中就可以看出这种情况的结果。当MBS经理预期利率会像以往一样由于联邦政府的行为而上升时，他们会通过持有IOs的多头以及本金债券的空头来对冲他们的MBS头寸。这种套利行为近年来非常成功，因为联储自2004年以来连续14次提高了基准利率。这种多样化的交易表明了在抵押贷款领域，经验、对定价模型的熟悉以及敏锐的投资直觉对成功的MBS交易者来说都是非常重要的。

对冲基金业绩回顾（2001~2005年）

完成了对所有投资策略的分析，我们现在来看一下在过去的五年中，一个完整的市场周期里，各种类型的资产业绩如何。表9.1展示了一系列对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金以及一些基准指数的收益率、标准差以及夏普比率，同时也包含了一些相关性数据。这段时间的无风险利率是2.26%。

表 9.1 对冲基金策略、业绩表现及其与股票和债券的相关性(2001~2005 年)

业绩表现：对冲基金策略和传统金融资产(2001.1.1~2005.12.31)

	年收益率	标准差	夏普比率	与标准·普尔500指数的相关系数	与雷曼政府/高信用债券指数的相关系数
HFRI 可转换套利指数	6.15%	3.48%	1.12	0.04	0.17
HFRI 困境证券指数	14.76%	4.48%	2.79	0.43	0.07
HFRI 股票对冲指数	6.57%	6.48%	0.67	0.81	-0.21
HFRI 股市中性指数	4.09%	2.28%	0.80	-0.28	0.13
HFRI 事件驱动指数	10.68%	6.01%	1.40	0.71	-0.09
HFRI 固定收入：套利指数	6.89%	1.97%	2.35	0.08	0.34
HFRI 基金加权指数	8.00%	5.20%	1.10	0.81	-0.13
HFRI FOFs 综合指数	5.89%	3.30%	1.10	0.58	0.02
HFRI 宏观指数	9.26%	5.03%	1.39	0.17	0.29
HFRI 沽空指数	2.58%	15.24%	0.02	-0.91	0.34
CISDM CTA 资产加权指数	7.72%	8.25%	0.66	-0.19	0.39
雷曼政府/高信用债券指数	6.10%	4.86%	0.79	-0.33	1.00
MSCI 全球指数—净值	2.18%	14.67%	-0.01	0.97	-0.29
标准·普尔 500 指数	-1.11%	14.90%	-0.23	1.00	-0.33

来源：Mayer & Hoffman，HFRI，CISDM，PerTrac。

我们重点来关注几个非常重要的现象。首先，我们讨论过的所有策略，加上基金综合指数里的HFRI基金，在绝对回报和风险调整基础上都有突出业绩表现。可以看到，标准·普尔500和MSCI全球指数在过去五年内夏普比率都为负。第二，尽管这段时期债券收益不错，但是所有的策略(除了CTA指数)和基金综合指数里的HFRI基金在风险调整的基础上，都跑赢了雷曼债券指数。第三，困境证券、事件驱动和全球宏观都有最高的年回报率，同时困境证券和固定收益套利有最高的风险调整回报率。固定收益套利的标准差最低，标准·普尔的最高，几乎是固定收益套利的7倍。最后，ELS与证券之间的相关性增大，因此可能使得这段时期ELS经理们的年收益率只有6.57%，比1994到2005年间14.48%的业绩有了明显下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

麦克·帕斯特奈科

(Michael Pasternak)

松林信用首席投资官(CIO)

在2003年，麦克·帕斯特奈科(Michael Pasternak)以及丹尼尔·菲兹戈罗德（Daniel Fitzgerald）共同创立了松林资本有限责任公司（Pinewood Capital Partners，LLC)。到2004年4月1日，他们发起成立松林信用市场这家固定收益套利基金。麦克·帕斯特奈科(他的朋友称他为波利斯)是这一基金的首席投资官(CIO)而丹尼尔·菲兹戈罗德是首席营运官(COO)。该基金运用一系列的策略挖掘信用市场中的基本面以及技术所导致的错误定价。这些策略从特殊的(特定公司或者行业)并且系统的(市场水平)风险中获利，并且经理们所期望的利润来源彼此之间关联度很低。

我们的被访者，麦克·帕斯特奈科(下文简称MP)从1997年至2003年曾经是Goldman Sachs的管理者和高级组合经理。他的职责是为Goldman Sachs资本管理公司开发指定的高折让率的专营权。从1986年到1997年他研究并管理全球范围内的高折让公司债券和贷款组合，那时他在沙特阿拉伯国际银行(Saudi International Bank)工作。1985年他在剑桥大学获得了学士学位。他同我们的作者山姆·科斯科纳(下文简称SK)坐在一起，非常大方的谈论着有关松林信用市场以及其投资策略的事情。

⇑SK：麦克，给我们介绍一下松林资本，好吗？

➡MP：好的。松林资本是在2003年成立的，固定收益套利基金松林信用市场是从2004年4月1日开始进行交易的。现在，基金拥有的资金规模为1.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元。我们的目标是使这一规模上升到7.5亿美元。在我们的组合中，拥有200个投资项目，差不多涉及140个交易策略。

⇑SK：跟我们说说你的投资风格和整体的投资策略吧。

➡MP：在信用和固定收益领域，我们的风格是很不寻常的。我们管理特殊的信用风险。所以我们研究债务工具的估值，例如债券、贷款或者信用违约掉期（以下简称CDSs）。我们现在倾向于在这些投资上持有净多头或者净空头，而不是市场中立的状态。我所说的市场中立是指我们并没有强烈的看多或者看空的投资策略。

所以我们正在寻找新的获利空间以及价格，那样我们每个月，在市场之前就可以有3%到9%的偏差。并且，我们也在研究单独证券的水平。

⇑SK：为了更好的表明你自己的方法，我希望知道你对于典型的普通固定收益套利策略是怎么看的呢？

➡MP：我认为大多数的固定收益工具或者固定收益套利策略都是一些能够获得平均利差的衍生品。很多人的获利途径都是大规模的使用杠杆，这样就可以放大很小的收益变动。利差可能是曲线交易或者只是具有融资吸引力的杠杆头寸以及杠杆贷款。

我们避免去做那样的事情。我们倾向于寻找扩大获利空间的事件以及主要的变化，然后结束这一投资活动。我们习惯于去找到操作方式的变化，以及公司在运营或者管理方面的一些补偿性变化，或者是公司经营环境的变化。总之，就是我们所认为的，市场还没有做的事情。

我们认为固定收益工具的本质是就是利差或者平均本金交易。其本身就是个多余的工具，规模会逐渐缩小。听起来是很有预见性的，但是这些往往是很难预测的。这样，固定收益行业的大多数参与者都会很自然的持有这样的想法。但是我们的方法在根本上是不同的。我们的做法是寻找分隔性事件并且突破通常的获利空间。

如果我们从这一点上对一家公司产生了新的认识，那么就会有一个全新的估值矩阵。市场在总体上仍集中于对称的或者平均的回报型收益，但是我们在寻找非对称的收益。市场使得90%的事情是正确的，而我们力图找出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那错误的10%，并且选择正确的风险暴露。

我们相信，长期以来赚取的利润都是从卖空得到的。我们希望出现负利差（因为我们支付利息），那样我们就能从我们空头的潜在价格变化中获得收益。并且，我们认为这种做法在固定收入套利领域是很罕见的。

⇑SK：*很吸引人。利用那样的策略，你是怎样衡量你的业绩表现的呢？*

➡MP：很好的问题。典型的行业指数以及市场基准对于我们来说是没有用的。我们不能使用雷曼兄弟高折让指数（Lehman High-Yield Index）。我们认为那对于我们来说不合适，因为我们并不具有那样的市场风险暴露。确实没有比国债更加合适的基准了。

当回顾我们的波动率的时候，差不多是2.5%~3%。而我们希望的目标波动率是5%~6%。有些人可能会说，那是一个风险很高的数值了，但是这种风险是基于我们的操作技巧而不是外部的市场事件。所以，我们可以设立一个绝对的基准，就像你可以说我们能够获得6%~8%的绝对收益。

影响我们收益的一个因素是短期利率的总体水平，其中尤以美元的短期利率为主。基本上，在这一点上是在我们控制之外的。而且，那也可以，我们接受。

⇑SK：*看起来，你的业绩表现与HFRI固定收益套利指数的变化相当接近。*

➡MP：我并不清楚那个指数的所有成分，但是我认为那是一个非常不合适的基准。我的意思是说，那样的话就将我们同其他人等同起来，实际上我们采用的是完全不同的策略。你要记住，山姆，如果我们是在5%~6%的波动性水平进行操作的话，那么我们与指数之间的差异就将是非常显著的了。你就更能够清楚地看到我们是如何的与众不同。

⇑SK：*明白了。麦克，请给我们举一个例子，一个能说明你的特殊策略取得了成功的例子。*

➡MP：好的。我曾经说过我们倾向于利用卖空来赚钱，但是这是一个利用买多赚钱的例子。不过，这一个例子有助于说明信用强度。

在2004年，美国电话电报公司（AT&T）陷入困境，所以其债券也被降级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为垃圾债券。我们感觉到市场的投资者并没有对AT&T持有正确的认识，这一情况也出现在了其竞争者MCI公司身上。MCI公司在2004~2005年间显现出破产的迹象。但是，考虑到这一类公司提供的服务以及他们的关系，我们认为这是一些很好的公司。考虑到两家公司的基本面表现，我们觉得市场就像是在倒掉洗澡水的时候，也倒掉了婴儿。另外，AT&T在技术层面的估值是相当低的。我们研究了公司的资本结构以及其他所能够获得的信息，随即进行了一次快速的交易。那个时候，正好发行了债券，当然这一债券既存在升级也存在降级的可能性。

非常有趣的是，只是放弃一点利润，便可以使我们受到保护而不至于受到破产的伤害。所以我们买入了很长期的债券，同时通过一些信用违约互换(用来转移固定收益产品之信用风险的工具)来对冲破产风险，但是我们在市场上持有AT&T的多头。这就意味着如果公司进行利好的兼并或者收购，那么我们就能获取高额的利润。同时，如果情况继续恶化，我们也不会遭受太大的损失，这一策略看起来不同，对吧?

⇑SK：很是不同。

➡MP：是的，这里所说的收益看起来相当的不对称。所以我们的想法只是在某一特定的时刻抓住某些变化。我们认为其可能会是12到18个月，或者比我们通常的投资期限要长。但是我们感觉那是一笔好的投资。

事情逐渐明朗，SBC通讯公司购买了该公司。这笔交易是我们管理的基金中利润最丰厚的一笔。从风险暴露方面来讲，其在我们所有的交易中居于首位，这是因为我们有足够的信心并且我们喜欢这种上边/下边的特征。

⇑SK：SBC的收购对债券持有者造成了什么影响呢?

➡MP：好消息是一旦收购的消息被证实了，则利息支付就减少了。所以很具有讽刺意味的是，债券仍然很赚钱因为利息仍然很高。所以我们从这一收购案中赚了很多钱而且接下来我们转变了交易而仅仅持有多头，因为市场仍然剩下一到两个点的利润。

在所谓的交易标签中，我们抓住了所有的关键之处，而这一交易标签也开始成为风靡的策略。因为我们利用了市场间的定价错误同时对其有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方向性的看法，所以这一案例是一个内在资本策略。

⇑SK：再给我们介绍一下这一案例的其他方面吧，你用了哪种CDSs来进行对冲呢？

➡MP：CDSs是我们保有空方风险暴露的基本手段。这些CDSs是与AT&T的破产时间相联系的。我们支付了溢价，并且一旦SBC涉足交易，所支付的溢价就无用了。所以，我们在那上面损失了很多钱。但是，除去抵消这些损失，我们从债券上赚了更多的钱。我们放弃了空头的6%，但是从多头我们得到了16%。这就是我们进行这桩交易的全部了。

⇑SK：那是一个相当棒的交易。不过，让我们看看不好的一面，在四月和五月很多固定收益工具的投资者，都卷入了通用的投资中，并且都上当了。你呢？也一样？

➡MP：嗯，不是……也算是吧。

⇑SK：不是？也是？

➡MP：情况是这样的。从2004年底我们就预测汽车业尤其是汽车制造业的前景将会非常的暗淡，这是由市场造成的。所以我们在这一行业中持有空头。我们进行了很多的多空操作，但总的来说持有空头。所以，我们从接下来的廉价卖清中获利颇丰。我们确实是稳定的获利了，完全很稳定的。

⇑SK：这不错，但是我感觉到接下去会有一个“但是……”出现。

➡MP：很对，我们在通用上赚的盆满钵满，但是在Visteon公司（Visteon Corporation）这一全球汽车供应商的交易中却惹火上身。我们在这一交易中同样进行了卖空操作，并期望Visteon公司的破产会为我们带来大量的收益，大概会使我们的NAV（净资产价值）增加3%到5%。我们觉得Visteonde运行前景是非常不容乐观的，所以我们认为公司将申请破产保护并且进行重组。但是我们错了。Visteon并没破产，这时的我们的NAV下降了1%至1.5%。所以对于通用来说我们做的是对的，但是接下来就引火烧身了。

⇑SK：那是一项糟糕的交易。

➡MP：由于经济影响而导致的最糟的交易，但仍然是个好的决策。你知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道的，在那一天结束的时候，你只需要说："这还好。"你总是会后悔，你希望在每一件事情上取得胜利。但是你需要明白你不能并且你永远也不会。从交易手法上来说，我们应该可以做的更好。不过，每天都是新的一天。

⇑SK：*这是真的。在什么市场状况下你会说你做的最好呢？*

➡MP：我们所看到的是，我们确实在糟糕的市场中做的更好。其实我们也有意的在破产率上升、扩散上升以及信用获利空间扩大的时候做的更好。

我们通过正确的持有破产预期的头寸来成为一个善于操作的基金。那些空头头寸确实大规模的减少。随着市场分类逐渐模糊，而且人们普遍悲观，我们从空头上得到的利润远远超过了我们三到六个月之前的想象。

⇑SK：*精彩的素材，麦克。作为结尾，对你所在领域中的潜在投资者，你有什么建议？*

➡MP：短期来看，围绕信用将会产生很多深奥的模型和估值方法。信用风险和组合信用风险方面的技术进步是爆炸性的。我认为这与1994年在抵押贷款市场上发生的事情是相似的。

从更加结构化的角度来说，我认为信用和固定收益的最大风险不会消失。也就是说，基本上整个行业将会回归均值。我认为那从来都不会变。

⇑SK：*所以，那些作用是什么？*

➡MP：作用是，如果你是运营并且建立一个多样化的固定收益工具组合的基金经理，很可能所谓的多样化收益，只是一个跟自己开的玩笑。所以，你应该清醒地认识到这一点，因为很多的基金经理都在做同样的事情。大多数的固定收益基金经理，可能占95%，都是期望获得正利差的人。并且，我认为很难找到剩下的5%。认识到那个不同，我们的价值策略是非常具有挑战性的。从那一方面看，优点就是缺点，对吧？我们是如此的与众不同，所以我们在短期的日子将会很难过，但是我希望如此。

⇑SK：*但是长期呢？*

➡MP：嗯，就我们的生意来讲，在长期，应该会变的很好。只是我们要设法经营到那个时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

最新的策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

如果我们在研究基金经理们发起对冲基金的动机时，能够让他们吐露真言，就会发现在对冲基金这种投资工具的操作中，基金经理们可以凭借基金的良好表现获得巨额的佣金。有说法指出现在想要取得高额的佣金比以前更难了，但事实上，要达到这个目标从来就不容易。一些对冲基金取得的辉煌战绩为世人所瞩目，但是也有不少对冲基金获得的收益很一般甚至损失惨重，只是这些失败的案例没有得到太多的关注。本书作者想要指出的是，对冲基金赖以取得良好收益的方法是在不断变化的，而且现阶段的方法和以前大不一样了。

私人投资合伙公司的生存能力是毋庸置疑的，于是不管是新晋的还是原来的基金经理都在寻找新的投资策略来运用对冲基金。尽管对冲基金总是能吸引来自投资世界各个角落的聪明头脑，但是他们现在并不像以前那样愿意建立一只可转换套汇或是股权市场中性基金了。在这些领域已经堆积了过多的资本，新的机会更容易出现在一些风险更大的投资品种上。实际上，没有一个基金经理会制定一种策略而将资本投在只能取得较低回报的资产上，这样做的结果只会是资金的撤离而不会有资金进入。

大部分新策略只被一小部分对冲基金所采用，这主要是因为这些新的投资工具市场规模比较小或是不够成熟，另外也是因为这些新的工具缺乏流动性。其他一部分新策略则吸引了足够多的资本和对冲基金。在这一章的开始，我们先简要介绍一下其中四个新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资领域，然后重点探讨一下直接融资，近年来，许多对冲基金和数以亿计的资金采用了这一投资策略。

房地产

尽管近五年来有巨额的资产流入这一投资领域，投资者可能依然会认为房地产对冲基金是一种新的投资方式。房地产对冲基金投资于房地产投资信托基金(REITs)、公共房屋制造商、地产公司、房地产服务提供商、抵押提供者和专业财务公司、酒店和休闲娱乐公司、零售商和卫生保健服务公司，以及其他拥有充足房地产的上市公司。目前全球共有大约50个房地产对冲基金，它们大部分在美国市场投资。另外，一部分对冲基金近期开始进行全球性投资。

据统计，2004年美国的房地产对冲基金管理着价值将近15亿美元的资产。从那时起，Cerberus对冲基金的一个分支机构——Blackacre资金管理有限责任公司，为它的基金募集了将近10亿美元的资金；拥有两只基金的Mercury房地产咨询有限公司，将它的资产管理额度提高到4.7亿美元；Marathon房地产机会基金在一年多的时间里募集了2.6亿美元的资金。甚至于传奇的房地产投资者汤姆·巴瑞克(Tom Barrack)也将他市值150亿美元的私人股权公司柯罗尼投资公司(Colony Capital)变成了一只房地产对冲基金。

房地产对冲基金也出现在了欧洲、亚洲和大洋洲。我们注意到最近三个成功的案例。2005年8月，瑞士信贷及物业公司建立了一支新的多/空头房地产基金，主要投资于欧洲上市的房地产公司。2004年7月，LIM亚洲另类房地产基金(LIM Asian Alternative Real Estate Fund, Hong Kong)开始投资亚洲的房地产以及相关的证券。2004年8月，Pengana绝对收益房地产基金 (Pegana Absolute Return Real Estate Fund)开始投资全球范围内的房地产相关证券。

对基金经理们来说，通常有两种方法来对冲一个投资组合里房地产股票的多头。第一种方法是卖空价值相对高估的房地产投资信托基金(以下简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称REITS）或是房地产权益。根据房地产对冲基金Cashel资产咨询公司(Cashel Capital Advisor)的詹姆斯·朗(James Lang)所说："你可以卖空这些证券，但是这些证券应该得到更高的价格，因为它们是股利的获得者。"另一种方法是卖空一种或多种房地产交易型开放式指数基金，这种基金并不支付股利而且交易非常活跃。

当REIT的平均收益处在历史低谷时，其收益大约相当于无风险利率，一些对冲基金就会认为REITs被高估了。这种观点的依据在于，此时REITs的基本资产商业房地产正在以历史上最低的价格被出售。这使得美国最大的养老基金加州公务员养老基金(CalPERS)在过去一年多时间里，卖掉了其拥有的大部分商业房地产的核心资产组合。被卖出的资产价值总和达到80亿美元，这次资产出售令加州公务员养老基金在2005年6月末在房地产资产组合上的回报率超过了40%。

保险和再保险

像房地产一样，保险行业吸引了越来越多的对冲基金经理的注意。1998年成立的"蜘蛛资本"通过投资几年前开始出现的巨灾债券获利丰厚。和其他类似评级的公司债券相比，巨灾债券提供了更好的风险预测。随后，"蜘蛛资本"改变了投资策略，更为强调购买传统场外交易的再保险合同。其他涉及这一投资领域的公司还有Citadel and Coriolis 资本(Citadel and Coriolis Capital)。

一些对冲基金更像再保险公司，在预先设定的限制条件下对各个市场上可能产生的风险进行预测。2005年对于这些对冲基金来说实在是一个"完美风暴"，但是随着再保险率的大幅提高，如果飓风所造成的破坏恢复到或是接近平均水平，2006年对这些对冲基金来说将会是利润丰厚的一年。对冲基金所面临的一个重要风险就是：从长期来看，会不会因为全球变暖的趋势导致更多更强烈的飓风，或者飓风活动只是零星随机出现的？这个问题的答案会对这个投资领域内基金的表现有重要影响，但是至少在近期内对冲基金会因为承担这些风险得到丰厚的补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能 源

在这一领域内的投资者主要投资和能源相关的权益、衍生品和商品。这一投资领域主要是被像Citadel、D. E. Shaw、Vega和Ritchie Capital这样的多策略公司以及像Lucas Energy Total Return Partners这样的专业基金所占领。这一领域的投资特征更明显的体现在一些安然的前客户身上，例如Centaurus的约翰·阿诺德(John Arnold)和来自其他能源企业的竞争对手，以及一些著名的华尔街能源分析师和一些能源企业的前高层管理者。在这一投资领域表现最好的一只对冲基金是BP资本有限责任公司，它是由梅莎石油公司的前总裁、77岁的托马斯·布恩·皮肯斯(T. Boone Pickens)所管理的。皮肯斯的成功很大程度是由他的公司理念所决定的，他认为石油和天然气价格在过去的两年内将会飞速上涨。他把他的资金(和他的投资者的资金)都投资在了这一领域，而回报是相当可观的。

对石油权益的投资经常会变得很不稳定。事实上，许多年来专家们对石油和天然气价格的预测一次又一次地被证明是错误的，而且石油股票和油田的价格是高度相关的。这里存在着一个对冲基金的典型困境。在过去的一些年里，购买和持有石油权益的策略取得了相当大的成功。例如，一些年轻的加拿大天然气勘探者获得了1000%或者更高的收益率。对于那些在这一领域内有见识的长期投资者来说，这样的时期是可以说是投资者少不更事的年代，对于对冲基金来说也是这样的。大部分对冲基金都认为在现在这种情况下，需要大规模的价格调整，否则很难对石油权益再进行投资。要把回报率调整到低于长期投资者的回报水平，否则很难对冲掉如此显著的价格下跌风险。

能源导向的对冲基金的投资者都明白道路是崎岖不平的，但是承担这一风险也带来重要的好处。石油和天然气价格的大幅上涨会给公司利润、消费者的经济来源、经济运行以及股票市场带来更大的破坏。在这样的经济环境中，能源领域的对冲基金成为大赢家，弥补了在长期投资组合和其他对冲基金投资策略中的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排放许可贸易

根据京都议定书，工业化国家承诺2012年前减少温室气体的排放，并根据它们的承诺获得一定的排放限额。欧盟成员国都签署了议定书，并对那些如炼油厂、钢铁厂、玻璃厂、电厂等严重污染的企业制定了严格的排放限额规定。例如，对于二氧化碳的排放，排放限额为1000千克（1吨）气体。

随后在2003年10月，欧盟设立了一个贸易计划，即给予这些工业企业排放许可证。温室气体排放量较少的企业可以将未使用的排放许可证拿到公开市场上出售给那些气体排放量超过限定标准的企业。否则，那些气体排放量超标的企业需要交纳远远高于许可证价格的罚款。

虽然美国没有签署京都议定书，但是从1995年开始，美国环保局也给企业规定了排放限额。每年三月份，芝加哥贸易局都要举行这一年环保局给出的硫磺、一氧化碳、一氧化二氮和可再生能源许可证的拍卖会。和欧盟国家一样，美国的企业也可以从排放量低于限定标准的企业那里购买排放许可证。意识到这种套利机会，至少有12只对冲基金开始买卖气体排放许可权，其中包括像大型的事件驱动型基金Centaurus基金。还有更多的对冲基金希望能够进入这一投资领域。含硫气体的排放许可的交易额目前达到100亿美元，含碳气体的排放许可的交易额目前只有20亿美元，但是接下来的几十年将会成倍增长。

由于排放许可证的价格不断上升且在不同国家之间差异很大，对冲基金早期的回报相当稳定。排放许可证市场的流动性非常差，而且很不稳定，这给那些有见识的交易者提供了广阔的获利空间，但是同时也应看到这些交易存在着巨大的风险。

对上市公司的直接融资

上面讨论的四个市场吸引了相当一部分对冲基金，而直接融资市场的规模已经达到了200亿美元，而且会继续扩大。近年来投资银行和商业银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上的巨大变化给对冲基金提供了向小型上市公司融资的机会。让我们来更为仔细地分析一下这些变化。

随着交易和委托的利润空间越来越窄，经纪公司和投资银行缩减了调查预算。这对于那些股票交易并不活跃的小公司来说是一个沉重的打击。由于股票市值总额较小，市场上对它们的关注度也较低，那些小公司的股票交易并不活跃，也就很难通过证券市场进行二次发行来融资。投资银行家们关注的焦点都集中在发行大额股票的公司上。

相似地，商业银行也逐渐对给小企业提供贷款的业务失去兴趣。行业内的合并活动使得许多地区性的小银行成为大银行的控股银行。银行都在大力发展不需要占用大量资本的收费业务，如出售共同基金、提供帐户管理服务、信托服务，很少有银行专注于贷款业务。现在银行提供的贷款通常都是大额度的，而且一旦有可能银行就会将贷款打包出售给投资者。在银行眼里，小额贷款已经是过去才会发生的事了。如果小企业向银行申请贷款，而银行对这项业务并不十分感兴趣，那么申请贷款的过程将是漫长而痛苦的，于是借款者们都开始希望通过行动快速的对冲基金进行直接融资。

在这一背景下，每一个主要的工业和服务领域内都有众多的并不引人注意的小企业出现了融资困难。这些企业一直都在苦苦寻找能够为它们的发展提供资金的融资方式，当它们发现银行不能满足它们的需求时，它们通常都会将目光投向那些由对冲基金建立的新的资金区。

不同的基金经理会提供不同的融资方式，比较普遍的方式是抵押贷款、担保贷款、可转换债券或是普通股(通常是以一个低于市价的价格)。每一次融资方式的确定都无疑是对冲基金和企业之间讨价还价的结果，对冲基金希望以最小的风险获得最大的回报，而企业希望获得稳定可靠并且符合自身发展需要的资金，这些资金既能够使资产负债表看起来合理又能够保证股东们的权益。企业们经常都会频繁地来找以前为它们提供过直接融资的对冲基金，所以明智的对冲基金都应该认识到融资的条款必须公平合理，这样才能不断地获得新业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接融资交易和投资策略

这一投资领域的交易大都受到1933年证券法中D条例的监管，这一条例规定了私人投资豁免。条例D允许小企业不在证监会注册证券的情况下通过出售股权或债权来获得融资。如果在交易中存在股权交易，通常所有交易都包含股权交易，对冲基金会要求公司在30天内开始在证监会的注册程序。通常在材料上交90天以后注册生效，这时股票就可以在市场上出售了。如果融资中包含认股权证或是可转换证券，一般不会在股价低于认股权证和可转换证券的约定价格时卖出。如果卖出了，新的股票可能会被注入股市，以谨慎地防止对股价上升的负面影响。通过这种方式，股票的流动性增加了，公司股东的基础扩大了，而且公司的资产负债表也会受益。

另一种情况，当公司陷入困境，大部分对冲基金会出面来保护它们的投资。这种介入可能会采取新资金注入的方式，甚至也可能会帮助进行并购和接管等活动。

对于小企业来说，必须使用私募股权和债权可能是由于以下的一个或多个原因：

- 由于时间紧迫的关系，希望省去前面在证监会注册的程序。
- 在融资的过程中希望能够保密。
- 对冲基金可以提供各种规模的贷款，从100万到5000万不等。
- 交易可以很快地进行，通常是在30~45天内完成。
- 扩大股东基础。
- 较低的融资费用。
- 融资结构的灵活性。

除了这些优点，对冲基金还会持续地对企业进行监督和指导，帮助企业改善经营，提升企业在投资界的形象。

直接融资对冲基金为那些对资金需求最为强烈的行业提供资金。近年来，生物科技、医药保健，特别是石油和天然气等行业是投资的热门领域。休

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯敦Utilipoint能源顾问公司的副总裁华沙·加里(Gary Vasey)认为:“传统的借款者或者是对为它们(小型勘探和开发企业)提供所需贷款的条件不感兴趣,或者只是单纯地对借款本身不感兴趣。”如果没有共同利益,银行通常是不愿意为石油储量提供贷款的,而善于抓住机会的对冲基金则很愿意来商讨能否以这种储量作为抵押品。在一项相关的开发案例中,休斯敦的一家能源领域的顾问公司Randy Castleberry of Intrepid Financial Partners在报告中指出,对冲基金的资金将会帮助重建墨西哥湾的能源基础设施。毋庸赘述,如果一个行业非常繁荣却缺少资金,对那些愿意进行投资的人来说,这是一个取得高回报的绝好机会。

2005年末,这一领域内新建立的基金数至少增加了35家。2005年,共达成约1300项交易,交易额达到200亿美元,其中40%是由对冲基金完成的。可以和1995年的数据进行比较,1995年共进行了114项交易,交易额仅有13亿美元。

直接融资的工具很多,可以相互替换也可以组合使用,这些融资工具包括普通股和认股权证、可转换优先股、可转换债券以及有担保的优先贷款。所有的贷款都要求利息或股息的支付高于或等于传统市场利率。月利息支付是这些资金产生稳定回报的主要来源,而准权益条件(equity kicker)则可以被比喻为潜在的火箭燃料。2005年,超过90%的交易中涉及了普通股或者可转换投资工具。表10.1重点说明了四种常见的直接融资类型的优点和条款。

表10.1 直接融资的四种类型

证券类型	对公司的益处	额外考虑
普通股	• 股份企业资金的基础 • 扩大投资者的基础 • 可以通过有限的交易来执行	• 购买者可能要求认股权证比重 • 股权摊薄会带来股票折价
可转换优先股	• 比普通股更节省资金成本——取决于条款 • 通常在市场价位或高于市场价位时转换成固定数量或不定数量的股票 • 可以通过有限的交易来执行	• 购买者可能要求认股权证比重 • 股息支付 • 赎回的特征
可转换债权	• 比普通股更节省资金成本——取决于条款 • 通常在市场价位或高于市场价位时转换成固定数量或不定数量的股票 • 可以通过有限的交易来执行	• 购买者可能要求认股权证比重 • 利息支付 • 到期的特征

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构净值贷款	• 能够获得 • 交易的折价低于普通股交易 • 可以通过有限的交易来执行	• 在贷款前必须进行证券注册 • 资金总额的不确定性——取决于股票的数量和价格波动 • 股票概念突出 • 投资者的范围较小

来源：Mayer & Hoffman。

除了交易条款，另外一个可以区分这些基金的因素是交易发起的来源。有一些基金主要通过代理机构来进行交易，代理机构包括经纪商、会计师事务所、律师事务所以及关联公司的投资者。另外的一些基金由于不能单独提供太大数额的资金，就参与非正式的直接融资基金辛迪加组织，这个组织联合这些基金共同提供贷款。许多基金愿意单独提供资金，和借款者直接谈判，决定交易的结构。一些基金很大程度上依赖于回头客，很多向对冲基金进行大额融资的企业都是以前曾经和它们进行过小额交易的企业。

我们认为区分对冲基金的一个关键因素是它们如何处理那些不可避免的问题投资。一个相关的因素是这些基金在提供融资时签订的合约类型，这些合约中的规定会决定发生违约时如何处理。直接融资者可能采取的行动有很多，从注销公司到参与公司的重组活动。这些行动是非常耗费时间的，但是获得的回报也是相当可观的。有时必须对企业进行破产处理或是出售资产来偿付对冲基金。

实施这一投资策略的早期，融资通常以低于市场价格的价格获得股票，然后通过卖空股票来获得回报。滥用这种方法已经引起了监管层的重点关注（参考“劣势”部分），现在这种方法并不多见了。

业绩表现

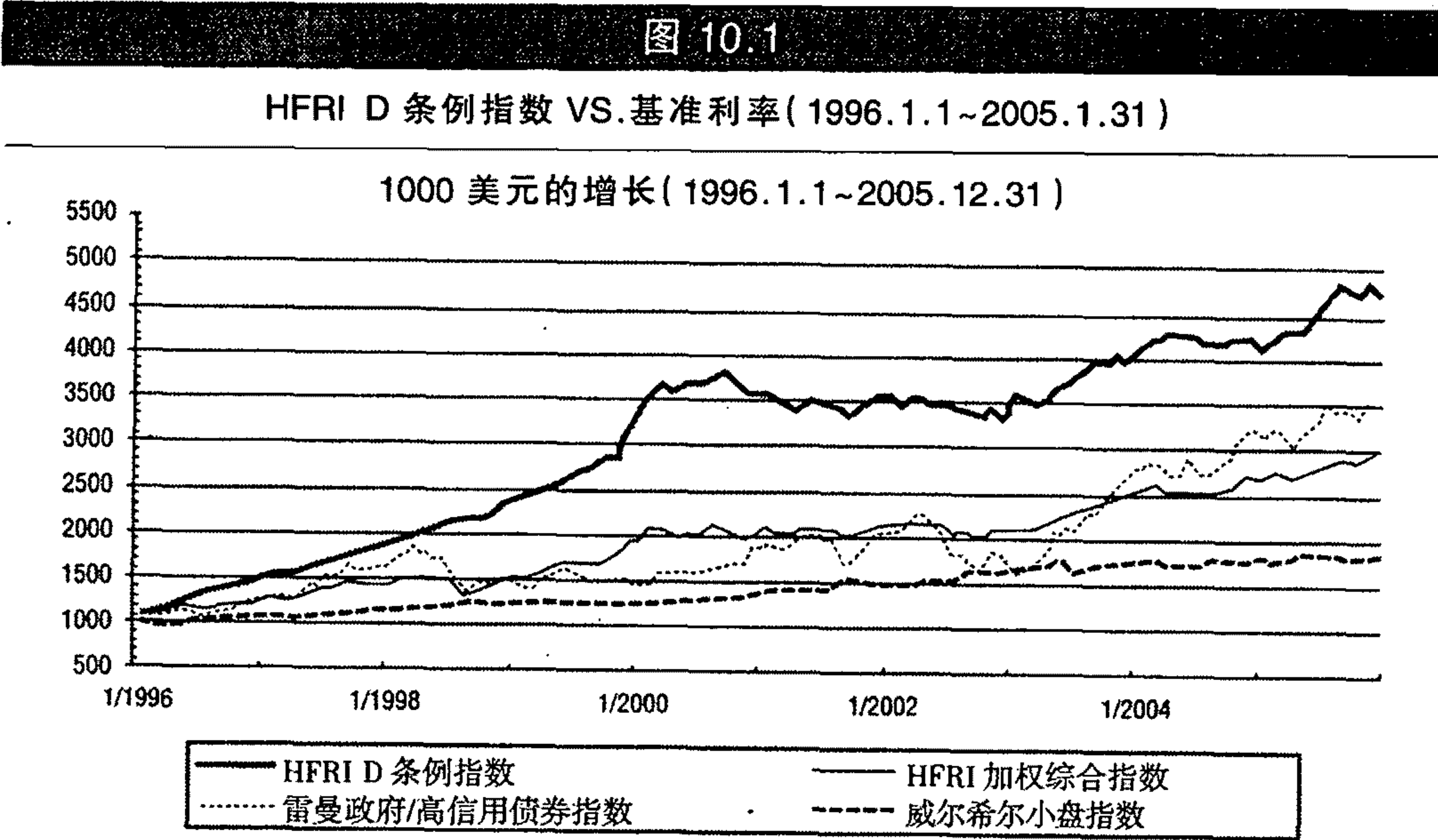
从1996年出现到2005年，HFRI D条例指数表现十分出色，以年均17%的增长率增长，价格上升到接近原始价格的五倍左右。在这段时期，D条例指数比其他主要的直接融资对冲基金表现得更出色，如图10.1所示，它明显比威尔希尔小盘指数的表现更出色。D条例指数的收益是雷曼政府/高信用债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券指数收益的两倍还多。还应注意到的是，D条例指数比HFRI加权综合指数的表现更好。然而，直接融资对冲基金的表现受到2001年和2002年市场下滑的负面影响，2001年HFRI的D条例指数下降了1.72%，2002年则下降了5.49%。

图 10.1

HFRI D条例指数VS.基准利率(1996.1.1~2005.1.31)



资料来源：Mayer & Hoffman，HFRI。

优势

长期来看，利率和股息呈下降趋势，偶尔会有短暂的上升，在这样的背景下，基金能够有稳定的良好表现，这是直接融资对冲基金的主要标志。从1996年开始，这一投资策略的表现明显超过其他主要的对冲基金投资策略，而且一直有一些基金获得令人瞠目结舌的收益。例如，最大的直接融资对冲基金之一的Laurus，在它刚成立的五年里获得了平均每年超过20%的回报率，没有一年或是一个季度的回报率是下降的，该基金的夏普比率高达3.5。

这一投资策略的第二个主要优点在于，这是对那些长期以来有良好表现的小盘股票，尤其是小盘收益型股票的一种直接的稳妥的投资方法。Ibbotson协会(Ibbotson Associates)的数据显示，从1928年到2004年，小盘收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型股票的平均回报率达到了非常高的19.5%，相比之下大盘收益型股票的平均回报率只有15.3%，大盘成长型股票则只有11.1%。在过去的十年里，威尔希尔的小盘指数每年的收益率平均为13.3%，而HFRI D条例指数达到了年均17%，这说明了直接融资者给出了更为显著的α。

劣 势

尽管过去几十年中能够为不同经济部门中重要的小企业提供所需的资金，而且取得了相当可观的回报，但直接融资对冲基金仍然是充满了争议的。事实上，一些机构投资者是出去政策性的原因才不愿意投资对冲基金。以下是这些投资者给出的四个主要原因：

1. 一项由美国证监会主持的正在进行的为期18个月的调查正在调查上市企业的私募融资。调查中发现的主要问题在于三个方面的违规：上市企业求助于对冲基金希望获得所需的贷款，而对冲基金是否会利用这些内幕消息来卖空企业的股票；对冲基金是否会在交易结束后卖空该公司的股票导致股价下跌，从而根据交易条款企业需要给予对冲基金更多的股份；投资者而不是直接融资者会获得关于正在进行的交易的内幕消息，从而可以通过卖空公司的股票而获利。

到目前为止，已经有一个对冲基金的经理被国家证券经纪商协会(NASD)吊销执照，一些涉及私募交易的经纪商被检举并罚款。但是在这一领域进行交易的任何一家主要的对冲基金都没有正式地被指控。但是，证监会正在进行的调查给这一行业及其从业者蒙上了阴影。

2. 受经济衰退和熊市的影响。在典型的熊市中，对冲基金持有的认股权证和可转换证券不能通过股票的增值来获得回报，这一策略下的净回报可能会比利率或股息收益更低。在严重的熊市，像是2001~2002年的情况(见图10.1)，可能会发生负的回报率。当经济发生严重的衰退而导致出现大量的违约事件时，直接融资者可能会遭受巨大的损失。

3. 私募交易本身所包含的流动性风险。借款者的股票通常浮动较小且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性很差，如果企业的经营状况不好或者发生了其他的风险事件，股票的价格会因为缺少交易而一落千丈。

4. 对基金所持有的认股权证和其他可转换证券缺少权威的会计上的估值方法。不同的基金采用不同的估值方法，估值的方法不同，计算出来的资产价值也会不同。因此，对冲基金每月发布的资产净值需要在年末审计时予以修正。

小结

正如前面所述，机构投资者对这一投资策略的厌恶感在慢慢减少。共同基金包括比尔·米勒（Bill Miller）的莱格·梅森价值信托基金（Legg Mason Value Trust），在2005年的私募交易中占据了22%的份额，而在2004年，这一份额只有9.7%。另外，像Ramius和Highbridge这样的大型多策略对冲基金已经进行了了相当多的私募交易，这也使得这一投资策略变得更为可靠。简言之，对冲基金对这一投资策略感兴趣的主要原因是它经受住了经济衰退和熊市的考验，并且证实了这一投资策略和股权的相关性并不大。

更进一步地，对冲基金投资者开始认识到违约率是非常低的，而且审计结果也确认了很多基金的确获得了相当可观的回报。例如，Laurus就称从2001年设立开始，在完成的160项交易中，只有不到2%的交易使它们不得不取消企业赎回抵押品的权利。

早期大量存在的怀疑论调渐渐地被平息，2005年直接融资的额度达到200亿美元。时间会证明这一投资策略能否在未来延续过去的良好表现。事实上，它们可能会表现得比以前稍差，但仍然能够带来远远高于股权和其他对冲基金投资策略的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

寻找α

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

面对一系列令人迷惑的复杂投资策略和新的投资机会，专业投资者和研究者们试图发现对冲基金风险调整回报和绝对回报的主要驱动因素，并希望找出α的最佳来源。这一章主要研究这方面的内容以及其他一些相关问题。本章分为四个部分，第一部分讨论α并分析如何在对冲基金的回报中寻找α。第二部分引用了一项研究的分析结果，这项研究对新基金和老基金进行了比较，并从研究中得出了结论。第三部分给出了两项以前对2003级基金经理们进行的研究，并描述了作者的心得，作为投资于对冲基金的基金经理，他们总是乐于投资于新的基金。第四部分也是最后一部分，介绍了一整套对新基金进行尽职调查的最佳方法。

寻找α

α是什么

根据CAPM，α系数基金的回报超过无风险利率的部分和按照β系数计算的预期回报之间的差额。Schneeweiss提出的计算基金回报的α系数的首选公式是：

α=(基金的回报率－无风险利率)－β(市场回报率－无风险利率)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这里，$\beta=\rho$（基金回报率，市场回报率）$\times\sigma$（基金）$\times\sigma$（市场）$/\sigma^2$（市场）

ρ=基金回报率和市场回报率的相关系数

σ=观测期的标准差

由于大部分的对冲基金策略相对于股票和债券市场来说都有较低的 β 值，所以可以假定它们的出色表现是由基金经理的投资技术、运气或是其他未知因素决定的。

更进一步地，α 在一些基金经理处得到肯定，这和第九章已经讨论过的法玛的有效市场假说（EMH）相违背。于是，不少研究者已经抛弃了最严重条件下的 EMH，并且认为对冲基金不属于 EMH 的理论范围，这是因为对冲基金的回报结构是不对称的，它们所承担的特殊风险已经超出了 CAPM 的市场风险范围。

我们同意 Jaeger 的观点，套利定价模型（以下简称APT）可以很好地解释大部分的对冲基金，APT 是单因素的 CAPM 假说的多因素扩展，1976 年由罗斯首次提出，之后有不少学者包括罗斯自己都对这一理论进行了完善。APT 模型给出了一些额外的因素，可能会使对冲基金的回报率超过其市场风险的 β 值。这些因素包括非预期的通货膨胀、工业生产的产量变化、非预期的风险增加、非预期的利率变动等。最后提到的两个风险有显著的适用性，如你想到的一样，它们构成了某些对冲基金回报的基础，如可转换套利和固定收益套利等。

像 APT 这样的多因素模型使得我们可以把对冲基金中的 α 系数看作是基金经理的投资技术和他愿意承担额外的风险并成功地从这些风险中获利的混合体，我们整本书都在描述这些额外风险，包括流动性风险、利率风险、信用风险、复合风险以及事件风险。因为承担了这些以及其他一些风险，对冲基金获得了风险溢价，从而使它们的回报率更高。

对冲基金创造出多大的 α 系数

对冲基金创造出多大的 α 系数这个问题一直是文献中激烈争论的焦点。正如我们观察到的那样，对冲基金回报的来源主要有四个方面：无风险利率、基金经理的（传统的）β 系数、基金经理对于额外风险和更高的外部市场风险的 β 系数以及巧妙地处理这些风险所获得的风险溢价。第五个来源可能是好运气，我们也把这个因素考虑在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考察基金经理投资技术和 α 系数大小的一个好方法就是看基金的良好表现是否能够持续。Schneeweiss 和他在国际证券和衍生产品市场中心(CISDM)的同事发现了基金表现能够持续的证据,但是这种良好表现会由于投资策略的变化而变化，而且在很大程度上依赖于对冲基金所承担的额外风险及它们获得的风险溢价。对对冲基金的 α 系数的最新研究进一步指出,基金表现的持续性是可以计量的,这种良好表现是那些外来风险的 β 系数和与之相关的巨大风险溢价的副产品。

通过一项为期三年的对冲基金研究,阿斯尼斯(Asness)发现对冲基金给出了一个平均为正的 α 系数,但是这一数值并不大。更进一步地,他将外来风险的 β 系数从真实的 α 系数中区分出来，他指出这些对冲基金特有的 β 系数是由基金经理的技术产生的,会给基金的回报带来正面影响。阿斯尼斯还指出,这些特有的 β 系数可以看作是新的“α 系数的暂定定义”的一个组成部分。最后,阿斯尼斯将这些特有的 β 系数加入到传统的资产组合中,认为这一投资策略会增加投资组合的夏普比率,如我们在全书中介绍的一样。

最近的三个研究已经成功地度量了对冲基金 β 值和基金经理的 α 系数对整个对冲基金回报的贡献度。Fung 和 Hsieh 发现 80%的对冲基金回报是由其所承担的特有风险所带来的。Kosowski、Naik 和 Teo 的研究发现,拥有较高 α 系数的基金经理并不只是因为运气好。他们发现在三年的观测期内,这些基金经理一直能够保持较高的 α 系数。下一部分我们会继续讨论他们的研究,它们其中一个发现是较小规模的基金创造出了最大的 α 系数。最后,从 Ibbotson 和 Chen 的文献资料中可以发现,在一个对瑞士信贷第一波士顿(CSFB)/Tremont 数据库的研究中,10 年内平均的年净复利回报为 9.1%(考虑了不同数据库间的差异),α 值为 3.7%,β 值为 5.4%。α 系数对总回报的贡献度达到了约 41%。

新基金经理的出色表现

我们已经发现对冲基金经理的投资技术和他们特有的 β 系数对基金的出色表现有很大贡献,还有什么其他因素创造出了较高的风险调整回报？大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的研究表明，和较成熟的基金相比，新成立的和规模较小的基金的 α 系数更高。图 11.1 总结了三个新基金相对表现的研究结果。图 11.1 中左边的表格显示了基金第一年比第七年的回报高出了 700 个基点。可以注意到的是在这七年中，用来衡量风险的标准差变化很小。

图 11.1 中右图给出了 1990~2000 年的夏普比率。从第一年到第七年，在无风险利率为 5%的条件下，夏普比率从 3.5 下降到 2.2，下降了约 33%。根据这些研究，可以更清楚地看出，相比于老基金，投资于新基金不仅可以获得更高的回报，而且风险较低。

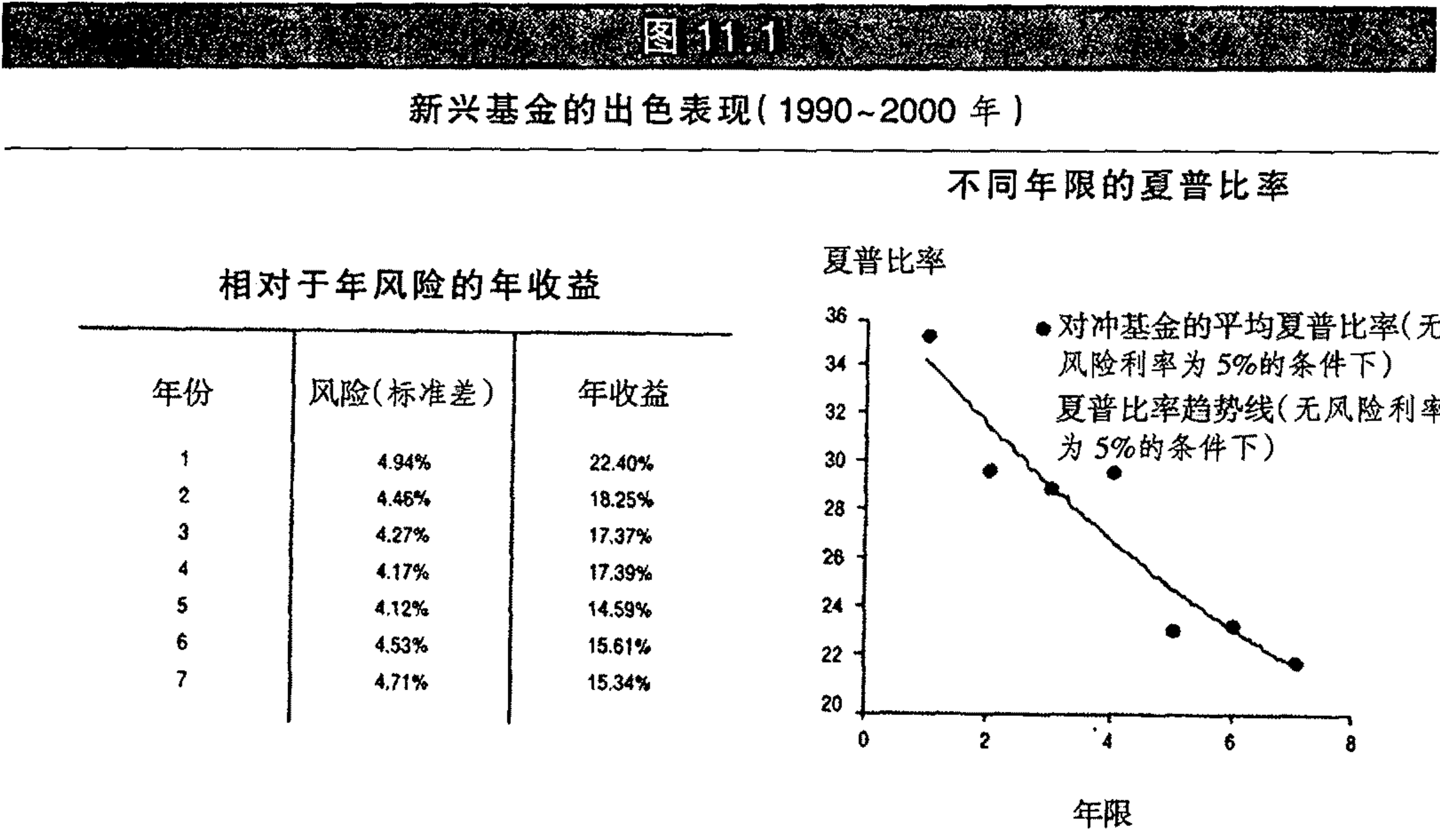


图 11.1

新兴基金的出色表现（1990~2000 年）

相对于年风险的年收益

年份	风险（标准差）	年收益
1	4.94%	22.40%
2	4.46%	18.25%
3	4.27%	17.37%
4	4.17%	17.39%
5	4.12%	14.59%
6	4.53%	15.61%
7	4.71%	15.34%

资料来源：Lazard，TASS/Tremont，and HFRI in Jen，Heasman，and Boyatt，2001。

正如我们在本书开头的那一章所讨论的，根据大多数数据库所做的研究表明为了存续下去而做的努力会对新基金的表现有 2%~3%的正面影响。事实上，五个不同的研究表明，存续动力对新基金产生的正面影响远远大于对旧基金产生的负面影响。这种影响从第一年的 2.9%下降到第六年的 0.9%。于是，Jen、Heasman 和 Boyatt 对图 11.1 进行了调整来反映这种负面的影响。

跨国投资(Cross Border Capital)的重要研究表明，即使把存续因素考虑进去，基金在最开始的几年内平均每年会比旧基金的回报高出 1000 个基点。他们对于 1994~2000 年这段时期的分析显示，经过调整存续动力因素，基金在建立后的头两年会得到最高的回报，其他很多研究也得出了相同的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在前面引用的 Schneeweiss 及其同事和科索夫斯基(Kosowski)及其同事的两个研究也发现了小规模的基金表现得更为出色，这可能是由于它们承担了更多的风险,也可能是因为基金经理较好的投资技术。不管怎样,由于均值复归或是其他未知的原因，出众的表现随着时间的推移而渐渐消失。首先,让我们来了解一下什么因素造成了新基金的出色表现。下面我们给出了一系列的解释,有一些原因是行为方面的因素,有一些则与市场和交易相关。

心理和行为解释

心理和行为理论认为恐惧和贪婪是使得基金经理能够获得较高回报的关键因素。在基金成立的早期,大部分的基金经理只有较小规模的资产池,需要通过良好的表现来获得激励性的佣金费用和额外的资产。它们能否存续下去取决于它们是否有能力获得比它们的竞争对手更高的回报。由于害怕失败,基金经理们会更加努力地工作,目光也会变得更加敏锐。

随后，当这些基金经理取得了成功，就会更加专注于资产的积累和保值,特别是站在机构投资者的角度上。在 2%~20%的佣金结构下,一个 AUM 规模为 10 亿美元的基金每年会产生 2000 万美元的佣金费用。当回报达到 8%时,基金会增加另外 1600 万的利润提成。总而言之,基金经理共获得了 3600 万美元的收入,比 2005 年的平均回报略低。这种利润提成上的不确定性风险使基金经理们的积极性受到抑制。想像一下如果是一只规模为 50 亿美元或 100 亿美元的基金所受的诱惑吧。

受到机构投资者的影响，对冲基金经理在资产保值方面的基调也有所变化。因为机构投资者不喜欢预料不到的变化，通常只要求中等的预期收益,基金经理们会通过调整投资方法来避免过大幅度的波动。我们曾经考虑的对其进行投资的一个固定收入套汇基金经理告诉我们，根据他的一位新机构客户的要求，他将他的收益目标从 20%下调到 12%。太高的数字会令那些机构投资者中的潜在客户不满意。为了适应他们的要求,这位基金经理决定加强风险控制并降低他的杠杆率。

最后一个心理因素上的解释被称作“法拉力综合症”,这是一个对那些基金经理行为的形象描述。当某些基金经理变得富有并且开始代表公司的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层来面对其他人时，他们通常都会开驾驶新的法拉力跑车。可以更清楚地看到，当一个经理每年可以得到5000万美元或者更多的收入时，中年危机出现的可能性就大大增加了。那些基金经理们开跑车、离婚或是开始追求其他东西的故事在对冲基金的圈子里数不胜数。这一综合症有多流行？它可能是比其他任何东西更具特色的城市传奇，但是另一个事实是，这些基金经理在今后的基金运作中会更容易被财富所驱使，也会对他们的财富更具保护性。

市场和交易解释

新基金的规模通常较小，也容易寻找到适合的投资机会。新基金的经理可以投资于流动性较差的债券或是小盘股票，这是那些大型基金不能做到的。如果缺少投资空间，不能获得足够多的回报，较大规模的基金通常都会离开，把市场留给那些较小的、较灵活的小型基金。事实上，明智的基金经理会在基金规模达到1.5亿美元至2亿美元时关闭基金，不再引入新的投资者，否则就要牺牲未来的回报。募集过多的资金不是对冲基金的正确做法。

年轻基金经理们能够获得出色回报可能是依靠他们寻找新市场或合适投资机会的能力。这也能够解释我们在第十章中提到的新投资领域的飞速发展。这些新的投资领域主要是那些新发起的基金的投资目标，因为产品的需求激增，这些基金也取得了非常好的成绩。例如，目前直接融资领域中有众多规模在5000万至1亿美元的对冲基金，总规模达到10亿美元。我们预计资产会继续流入对冲基金，新的基金经理们会继续努力不断创造出新的投资理念。

选择新基金经理时的经验

规模问题

在一年中会有900至1000只新的基金出现，有一些初始规模只有不到3000万美元，而有的初始规模则达到了10亿美元或更大。尽管掌握更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金对基金经理来说是件好事，但是投资者需要谨慎行事，基金的回报可能和规模的大小负相关。对2003级基金经理的研究表明，经理们掌握的最佳管理资产额为3000万美元到2.5亿美元。我们也同意这一观点。在进行初始投资时，我们的基金经理平均每人管理1亿美元的资产。

由Kirschner及其同事所进行的一系列研究将2003级基金（即在2003年开始运作的基金）经理的表现和其2004年、2005年的表现进行了比较。我们以AUM和主要投资策略为标准选取了167个基金经理。多策略的基金没有被我们列入样本，资产规模小于3000万美元的基金也被剔除出样本，因为这些基金可能基础设施不足、运作上也存在问题，这部分基金的经理在2003级基金经理中占50%。另外一小部分经理的管理资产总额超过了2.5亿美元，他们也被剔除出样本，因为这些基金的规模太大，很难被看作是新发起的基金，这部分基金经理构成了总样本的15%。另外被剔除的基金样本是长期、短期或是没有进行分类的基金。我们的样本代表了2003级基金的20%。表11.1显示了根据投资策略和AUM细分的对冲基金种类。

表11.1 2003级基金样本的分类

投资策略	平均AUM	基金数目
可转换套利	$103,868,379.89	9
CTA	$74,520,555.89	18
困境投资	$93,070,000.00	20
股票市场中立	$97,696,000.00	10
固定收益	$87,971,042.16	19
全球宏观	$101,574,250.08	12
股票多头/空头	$91,381,203.42	59
兼并套利	$105,000,000.00	1
D条例	$171,000,000.00	1
特殊境况	$127,193,253.17	18
平均AUM	$105,327,468.46	
基金数目总和		167

来源：Mayer & Hoffman，2004.12.31。

图11.2显示了2004~2005年样本基金的回报和瑞士信贷第一波士顿可

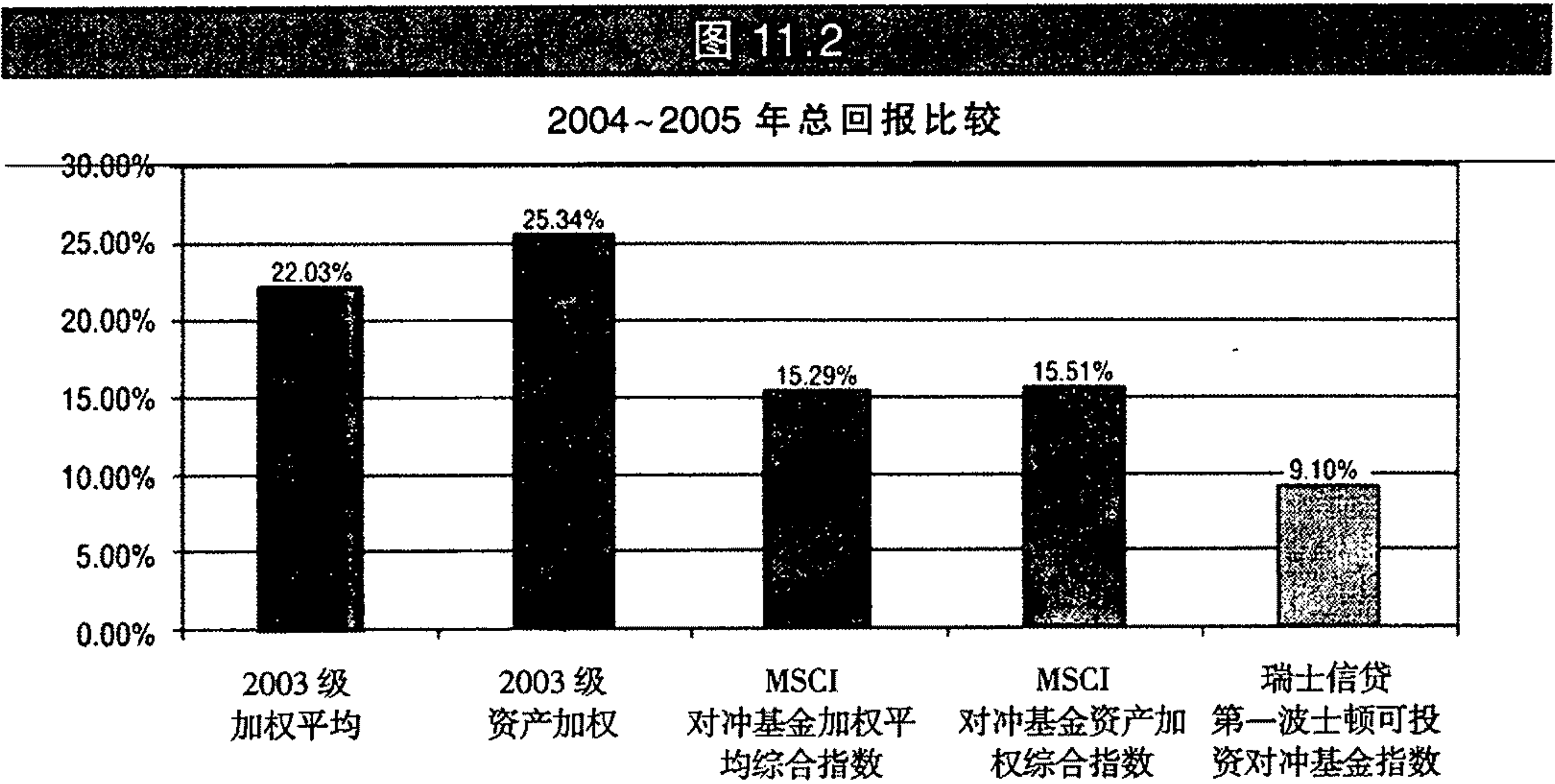
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资对冲基金指数（Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Fund Index (CSFB))、MSCI 加权平均和资产平均非可投资指数回报的比较。我们选择 CSFB 和 MSCI 指数作为已经存在的对冲基金的代表是因为它们包括了众多的投资记录很长的基金经理。我们的新兴基金经理都没有出现在 CSFB 或者 MSCI 指数里。CSFB 被看作是比较的基准，因为在 2004~2005 年的两年间它是表现最好的可投资指数。

在 2004、2005 两年时间里，以加权平均方法计算的 2003 级基金的总回报超过 MSCI 指数 45%，以资产加权计算的 2003 级基金的总回报高于 MSCI 指数 60%，同时 2003 级基金的回报是 CSFB 可投资指数的两倍。这种表现上的优势在两年内都很明显。为了分析基金的表现，关闭的基金回报和 AUM（资产加权方法）根据它们运作的最后一个月的数据来计算。回报和 AUM 是由基金经理或者管理公司给出的。

图 11.2

2004~2005 年总回报比较



资料来源：Mayer & Hoffman Capital Advisors，MSCI，CSFB。

并不是所有的新基金都有同样的回报

我们发现一些新设立的基金是由已经存在的基金公司发起的，或者是由一些有经验的基金经理管理的，他们已经和一些老基金建立了战略合作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系，可以使用它们的基础设施，也有的基金是由那些在某些投资策略上有丰富经验的基金经理建立的。下面列举了三个最近的例子代表了前面提到的三种情况。其中前两个已经吸引了梅耶 & 豪夫曼资本顾问公司的投资。

基金 A：一家已经存在的基金公司设立了一只新的基金。基金 A 专注于拉美、东欧和亚洲等地区的新兴市场国家的困境债权或股权投资机会。它主要使用价值驱动型工具，特别是长期的困境债权和股权。这只基金成立于 2004 年，但是管理团队成立于 90 年代初期。这家基金公司已经拥有了两只规模很大的基金，主要投资于新兴市场的债权和股权。2004 年基金 A 获得了超过 25%的净佣金费用，2005 年的回报也相似。

基金 B：和已经存在的基金有战略合作关系的新基金。基金 B 是一只多策略的全球商品基金，是由一个相对价值交易策略（占 75%的比例）和一个系统性商品交易策略的多样性资产组合（占 25%的比例）组成的。相对价值交易策略主要依靠寻找全球商品市场中尤其是在能源领域中的不一致性来获利。该基金对运输和储存费用、相关产品生产中的利润差额、运输时间的差异以及经济波动进行套利。该基金的基础设施和交易平台是由一家与其有战略合作关系的大型固定收益套利公司提供。

基金 C：一只由已经存在的并且非常成功的基金派生出来的基金。迈克尔·齐默尔曼（Micheal Zimmerman）离开他原本的工作——史蒂夫·科恩（Steve Cohen）领导的 SAC 资产管理公司的消费品部门的资产组合经理，创建了 Prentice 资本，一只主要投资于零售和消费品的多/空头股权的对冲基金。Prentice 资本主要从科恩和齐默尔曼获得资金。该基金 2005 年初设立，主要投资于 ELS，但是也将资产组合的三分之一投资在特殊环境策略上。这些事件驱动型投资机会包括那些由陷入财务或经营困境的公司直接向基金发行的可转换债权和股权。

注意只做多头型基金经理

自从杰夫里·威尼克（Jeffrey Vinik）和迈克尔·戈顿（Michael Gordon）离开富达（Fidelity）投资公司创建了威尼克（Vinik）资产管理公司，很多只做多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头型的基金经理都跟随了他们的脚步，一部分的原因是被对冲基金的主要特点——激励费用所吸引。怀着这些希望和梦想，成功的基金经理们像约翰·穆雷西亚努(John Muresianu)和约翰·斯科罗尔(John Schroer)建立了他们自己的对冲基金。随后发生了什么？虽然威尼克和戈顿取得了巨大成功，但是几年后，斯科罗尔和穆雷西亚努分别结束了自己的生意。我们看到了不少这样的情况。没有进行空头交易的经验，只做多头的基金经理需要对这种交易多做了解。市场将会是一个非常苛刻的老师。

尽职调查的最佳方法

第十三章将会对尽职调查的最佳方法做较深层次的阐述，这里我们主要讨论对新基金的审查。和已经存在的基金相比，新基金的尽职调查是非常特殊的。首先，对新基金做定量的分析没有什么效果，因为没有足够的数据让我们得出所需的结论。一般来说，如果只有回报的月度数据，至少要有两年的数据才能进行定量分析得到有效的结论来和竞争对手或者基准数据进行比较。当然，如果基金经理从其他基金那里获得数据并且能够合理地解释，那么也可以利用这些数据来进行分析。但是说到底，尽职调查的定性和经营调查才是最重要的。

定性的尽职调查

在我们看来，有一些方面的调查比其他方面来得更为重要。和这一章的内容相关，我们主要关注三个方面：职业生涯记录、管理团队的素质和资产组合的管理和交易技术。

职业生涯记录。采访基金经理以前的雇主和同事。了解他们是否有真实交易的获利或者损失记录。更严格的方法是，访问那些同业的基金经理。了解同一个市场中的竞争对手如何看待这位基金经理，能够使你更清楚地认识他的诚信和交易技术。通常当新的基金经理从以前的基金中分离出来，成立新的基金时，他以前的老板会对新基金进行相当数额的投资来帮助新基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的成立。这种信任和支持说明了很多问题。高盛(Goldman Sachs)给公司最年轻的合伙人埃里克·(Eric Mindich)投资了3亿美元，保证了伊顿公园(Eton Park)基金成功地在2004年11月1日成立。事实上，在最初的一年里，明迪奇(Mindich)募集到了超过30亿美元的资金，并且给投资者带来了5.3%这样一个中等程度的回报率。值得赞扬的是，在他缓慢的开始之后，第二年初的几个月他就获得了几乎10%的回报。

团队的素质。风险资本家所提到的人的风险，在对冲基金中也存在。在合伙企业建立过程中是否有障碍？是否存在争议？这个团队曾经合作过，还是第一次合作？团队中的每一个人是否在从事他所专长的工作？谁是财务总监？谁负责经营？他们有多少关于对冲基金的经验？他们各自在基金中投资了多少？作为一个投资者，你需要从这些问题的答案中清楚地了解到基金经理和其团队都是非常诚信的人，并且有良好的合作精神共同努力经营对冲基金。如果你有任何疑惑，或是你的感觉告诉你事实不是这样的，那么千万不要投资。

资产组合的管理和交易技术。这个话题可以阐述很多，但是我们这里只提一个方面：失败。我们都知道，不同的对冲基金投资策略需要不同的交易和资产组合管理的技术。但是很多人不知道的是，这些技术是从以前所犯的错误中学到的，这些错误都曾经给基金经理们带来了极大的痛苦，有些痛苦是精神上的，有些则是财务上的。我们喜欢询问这些失误。发生了什么事？他们从中学到了什么？他们如何改变他们的风险控制？他们对自己的团队做出了什么样的变化？作为交易者或资产组合的管理者，他们做出了怎样的改变？一定要问这些问题。你需要知道你的基金经理确实从他的失误中学到了一些东西。那些优秀的基金经理总是能从失败中总结教训。

淘汰和经营的尽职调查

第一章里我们回顾了关于对冲基金淘汰率的研究，并认为每年8.8%的淘汰比率是一个比较合理的数据。那么新基金经理的淘汰率呢？数字大小不一，从第一年的7.4%到第二年的超过20%。有研究表明，新老基金的失败比率没有明显的差别。例如，Brooks和Kat发现有30%的新基金因为表现太差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只维持了三年，在可比期间与老基金的淘汰比率相似。确实有一些研究发现那些表现较差的新基金的经理从数据库中消失了，这一比例比旧的基金经理消失的比例高得多，但是很多新基金一旦募集到目标所需的资产时就会从数据库中消失。举例来说，许多在这一章里提到过的取得巨大成就的基金经理就没有在任何一个数据库中注册。一份较新的报告中指出，年轻的基金容易在经营的最初几年里倒闭。对 564 位基金经理的访问显示，失败率在第三年达到顶峰（14.5%），然后到第七年就已经下降了超过 50%而仅有 6.39%。新基金在第一年末的失败率为 10%，第二年更高（14.14%），第三年（14.5%），第四年（12.91%）。

在我们对于 2003 级基金的研究中发现，2004 年没有一只基金失败，只有两只在 2004 年末被关闭和清算，而到了 2005 年末则有 12 只基金破产。整体的失败比率为 8.4%。Lipper-Tass 和 Hedgefund.net 都公布了他们测度的 2005 年全球范围内对冲基金的淘汰率，分别为 10.5%和 6.6%。表 11.2 给出了按照投资策略划分的 2003 级对冲基金的关闭数量。注意到目前为止全球宏观的失败率最高，甚至比可转换套利的失败率还高。

表 11.2　2005 年末不同投资策略的对冲基金关闭数量

投资策略	2003 级	关闭	不完全数据	经营中
可转换套利	9	2	0	7
管理期货	19	2	0	17
困境证券	20	1	0	19
股票市场中立	10	0	0	10
事件驱动	20	1	0	19
固定收益套利	19	2	0	17
全球宏观	11	4	0	7
股票多头/空头	59	2	0	57
总和	167	14	0	153

a.截止时间 2005.12.31。
b.在以前的研究中被划分为全球宏观的策略现在被认为是管理期货。
来源：Mayer ＆ Hoffman。

哪些因素会造成这些新基金的失败？近期的一项研究表明，经营上的失败是紧随着投资相关因素之后的一个重要因素。超过 56%的基金的失败都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是由经营管理上的问题造成的，而另外38%的基金则是因为表现太差才被关闭的。四个主要的经营问题是：估值的失误；资金的盗用；基金风险的偏离；技术、服务和人力资本上的缺乏。

在梅耶&豪夫曼资本顾问公司，只有首席风险官一个人可以在投资委员会上否决投资意向。他的工作就是对每一只可能进行投资的基金进行经营性的尽职调查，他设计了一整套的评估程序和相应的打分卡，用以寻找前面所提到的那些经营上的问题。在第十三章我们将会详细阐述这一程序。

小 结

在过去的五年里，有大量的研究表明相比于老基金，新基金在最初的三年有更出色的表现。我们对于2003年设立的基金所做的研究也证实了这一观点。尽管投资者认为新基金的淘汰率较高，但是我们的研究表明，不考虑那些规模最小的一部分基金，其他新基金的淘汰率和普通的基金没有什么区别。我们认为新基金是投资者获得较高的α系数的主要来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

对冲基金的基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

对冲基金的基金（以下简称FOFs）正如它们的名字所显示的一样，是投资于单个对冲基金的集合投资工具。1971年Richard Elden和他在芝加哥的Grosvenor资产管理公司（有限合伙制）的团队首次将FOFs引入美国。不过，FOFs是由欧洲的Rothschild基金公司最早创造出来的，他们在1969年设立了第一只基金的基金——杠杆资本控股（以下简称LCH），LCH主要投资于美国的股权多/空头对冲基金。LCH目前仍然存在，管理的资本超过了13亿美元。

随着时间的推移，FOFs开始使用比LCH更多样化的投资策略。通过投资于所有类别策略的对冲基金以及相互之间不相关的对冲基金，FOFs给投资者提供了一个降低风险的机会。FOFs的投资组合的波动会小于投资于单个对冲基金或是单一策略对冲基金（参见“优势”部分）。更进一步，如果给定的投资组合中的一只基金表现得很差，其对FOFs的负面影响可以被其他基金的良好表现所抵消，至少这种负面影响会有所减轻。

现在的许多FOFs特别是针对机构投资者市场的FOFs都使用了非常复杂的风险控制技术，这样能够分散投资于单个基金上的风险。它们的波动幅度通常会等于或小于债券的波动幅度。由于基金的回报是和波动相关的，投资于小规模FOFs的投资者只是要求相对稳定的回报，而不是高回报。他们也不希望面对负回报的月份或季度，而股权市场通常会出现这种情况。这样，传统的较大规模的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOFs的标准差大约是2%~4%，那些以前投资于债券的资金现在也开始转向FOFs了。我们在第一章给出的2005年针对300家投资机构的调查揭示了对冲基金和FOFs吸引的资金超过了债券。

也出现了其他一些FOFs投资于像事件驱动策略这样的特殊策略，相对的，它们的潜在风险也就更高。将目光投向有更高风险的FOFs，我们会发现那些专门投资于特定国家、地区甚至针对某个地区中运用特殊投资策略的基金会承担更大程度的系统风险。事实上，风险最大的FOFs使用较大的杠杆率。不同的FOFs之间的差别可能和对冲基金之间的差别一样大，所以投资者们要认真阅读这一章。本章的内容可以帮助他们找到正确的FOFs投资目标，更重要的是，不要投资在那些会令他们失望的FOFs上。

目前最普遍的投资工具——多策略的FOFs，试图降低投资于单一策略所带来的风险。如表12.1所示，不同年份中，每一种投资策略的表现差别巨大。昨天的胜利者如2000年的可转换套利策略在明天的表现可能会是最差的。相反地，股票多头/空头（ELS）基金在2002年中的表现是最差的，而在前几年中它也曾经位居前列。我们可能已经忘记了，1997~1999年ELS的投资者仿佛是生活在天堂里，而到了2001~2002年，这一投资策略就成了表现最差的基金之一。通过投资于一只多策略的FOFs，机构投资者希望基金经理能够避免过多地投资在过于热门的策略上，因为这些热门策略可能很快就会变冷。事实上，在过去的五年里，许多直接投资于单一基金的投资者都转向了多策略FOFs，他们离开单一基金的主要原因是其较差的表现、破产以及风险管理问题。对于许多机构投资者来说，这种多种策略的投资工具是投资于对冲基金的最佳方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12.1 按最佳到最差的顺序排列的投资策略

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
事件驱动	股票对冲	股票对冲	股票对冲	卖空	可转换套利	卖空	困境证券	困境证券	股票对冲
股票对冲	事件驱动	管理期货 **	事件驱动	股票市场中立	困境证券	管理期货 **	事件驱动	事件驱动	困境证券
困境证券	全球宏观	股票市场中立	全球宏观	可转换套利	事件驱动	可转换套利	管理期货 **	股票对冲	卖空
管理期货 **	困境证券	可转换套利	困境证券	股票对冲	卖空	固定收益套利	可转换套利	固定收益套利	事件驱动
可转换套汇	股权市场中性	全球宏观	可转换套利	事件驱动	全球宏观	全球宏观	全球宏观	全球宏观	管理期货 **
股票市场中立	可转换套利	事件驱动	固定收益套利	管理期货 **	股票市场中立	困境证券	股票对冲	管理期货 **	股票市场中立
固定收益套利	管理期货 **	卖空	股票市场中立	固定收益套利	固定收益套利	股票市场中立	固定收益套利	股票市场中立	全球宏观
全球宏观	固定收益套利	困境证券	管理期货 **	困境证券	管理期货 **	事件驱动	股票市场中立	可转换套利	固定收益套利
卖空	卖空	固定收益套利	卖空	全球宏观	股票对冲	股票对冲	卖空	卖空	可转换套利

*2005 年 12 月 31 日的 HFRI 指数 资料来源：HFRI 和 PerTrac **CISDM CTA 指数 资料来源：CISDM.org 其他来源：Mayer & Hoffman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的基金行业

基金的基金行业增长迅速。从2004年第四季度到2005年第三季度，管理资产额增加了1200亿美元，管理资产总额超过6500亿美元，已经达到所投资对冲基金管理资产总额的一半还多。世界范围内共有超过2000只FOFs，这一数字是经过了同一基金内复制、在岸/离岸复制、多股权层次、多种货币等方面的调整。然而，FOFs的主要组成部分——投资于单一对冲基金的FOFs只有不到2500万美元的管理资产额。

谁才是如此大规模的资产流入的受益者呢？最大的单一对冲基金的基金和最大的FOFs集团独占鳌头。根据华信惠悦（Watson Wyatt）最近一次的全球调查，由Man & Permal投资公司所管理的前10只基金的基金掌握了30%左右的基金的资产。考虑到目前有超过250只单一管理的基金拥有1亿美元以上的管理资产额（AUM），至少有80只FOFs拥有同样额度的资产。表12.2列出了截止到2005年9月30日前AUM排在全球前10位的单个FOFs。

尽管有大量的资产流入，最大的投资集团——公共养老金计划和企业年金计划还在继续观望。近期的行业分析报告指出，尽管每年的投资数额在不断增长，公共养老金计划和企业年金计划只将其1.6%的资产（约900亿美元）投入了对冲基金或者FOFs。最大的机构投资者会进一步对大型对冲基金和FOFs进行投资吗？我们来简要分析一下这个问题。

表 12.2 AUM 排在全球前 10 位的 FOFs

Permal Investment Holdings N.V.	$3,800,000,000
Selectinvest Arbitrage/Relative Value Ltd.	$3,300,000,000
Arden Strategic Advisers, L.P.	$3,010,500,000
Aurora Offshore Fund Ltd.	$2,853,700,000
GAM Diversity USD Class	$2,788,920,000
Green Way Arbitrage(Class C-USD)	$2,583,000,000
Coast Diversified Fund, Ltd.	$2,217,400,000
J.P.Morgan Multi-Strategy Fund, Ltd.	$2,104,980,000
Silver Creek Low Vol Strategies, L.P.	$2,100,000,000
Pentium Fund	$2,000,000,000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩表现

相对于其他基准回报，HFRI综合指数的表现更加出色，特别是在刚刚过去的五年里。在这段困难时期里，HFRI综合指数每年的回报率约为6%，夏普比率为1.1。相对地，股票市场一直在苦苦挣扎，并且给出了负的夏普比率。图12.1显示了在过去五年内，基金的基金指数的回报率高达35%，高出标准·普尔500指数和MSCI指数的回报。2005年，HFRI FOF综合指数的收益率为7.4%，高于股票和债券，标准·普尔500指数的回报率为3.0%，而雷曼债券指数的回报率为2.4%。

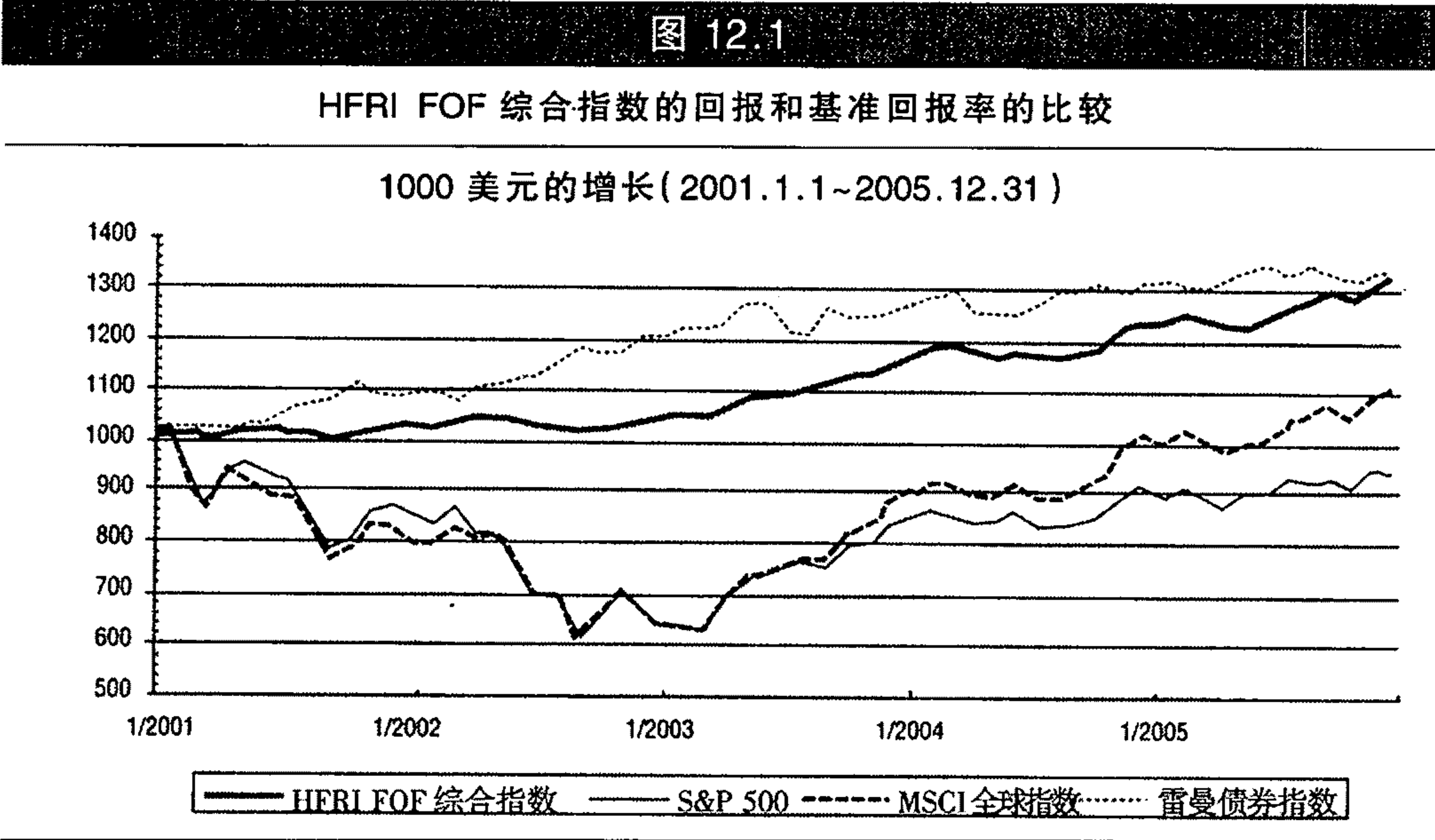


图 12.1

HFRI FOF 综合指数的回报和基准回报率的比较

资料来源：Mayer & Hoffman、HFRI 和 PerTrac。

可以很清楚地看到，FOFs能够帮助投资者在熊市中对资产进行保值。2001年和2002年的数据证明了：在这两年内标准·普尔500指数的回报分别下降了13%和23%，而基金的基金平均回报在2001年达到了3%，2002年则为1%。投资于FOFs给那些敏锐的只做多头的投资者带来了好运。

图12.1也显示出，HFRI基金加权综合指数——对HFRI数据库中所有基金进行加权平均而得的指数，在过去的五年内为投资者带来了超过45%的

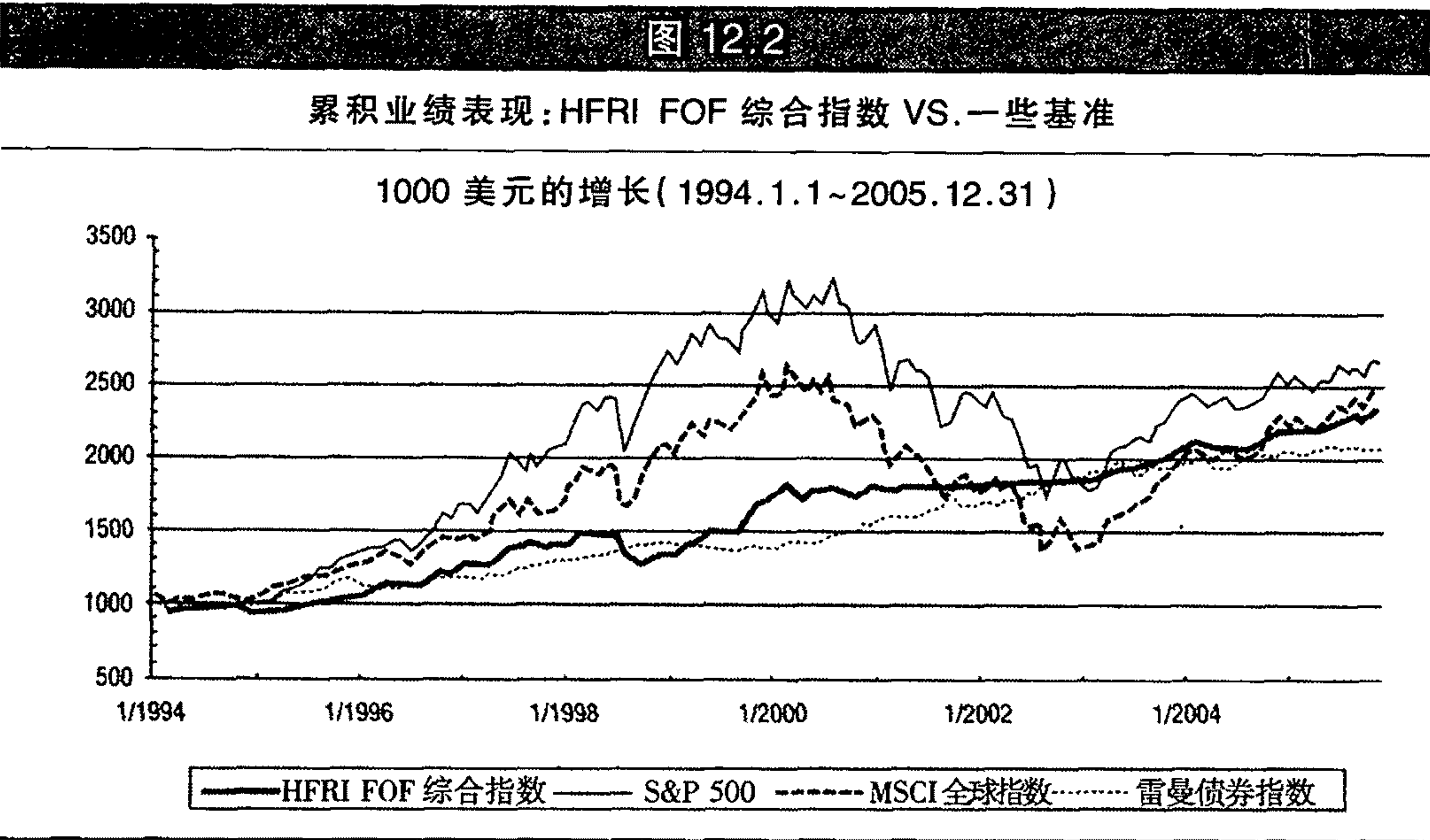
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报，平均每年的回报率为8%，比FOFs高出了2%。相对于对冲基金，基金的基金的较差表现是一个长期的趋势。

图12.2显示了1994~2005年，FOFs的表现要好于债券和股票。而且，如表1.1所示，在12年间，在风险调整的基础上，FOFs的表现好于标准·普尔指数、MSCI全球指数和雷曼债券指数。

图 12.2

累积业绩表现：HFRI FOF 综合指数 VS.一些基准



资料来源：Mayer & Hoffman、HFRI 和 PerTrac。

基金的基金的表现是真实还是幻想

在第一章中我们解决了早期困扰对冲基金数据收集的技术性问题。我们提出了幸存者偏差、回填偏差甚至淘汰率都是可以计量的，并且一些主要的数据库都修正了它们的程序以避免这些缺陷。那么关于基金的基金的表现呢？计算基金的基金的回报时是不是也要克服同样的困难呢？根据最近的几项研究，可以发现由于以下两个原因，FOFs的回报率更为可信：

1. FOFs的审计报告中包含了它们所投资的基金的业绩表现，而不管那些基金的经理是否向数据库进行了报告。

2. Fung和Hsieh在他们的研究中指出："基金的基金的业绩中包含了那些它们曾经进行投资但现在已经停止运作的基金的内容。这样，基金的基金的投资纪录中就不存在有关幸存者偏差的问题。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们同意Fung和Hsieh的观点，数据库中关于FOFs的回报率数据比那些单一基金回报的报告更为准确。

优势

我们在前面已经看到，长期里，FOFs比单一管理的对冲基金的表现要差一些。这主要是由于FOFs要求每年大约2%的额外管理费，按复利计算。FOFs平均每年收取1%~1.25%的管理费用，有时对于要求最低的预期回报率的投资者还要收取5%~15%的利润提成。那么为什么不直接投资于对冲基金而要支付高额的费用给FOFs呢？鉴于本书的两位主要作者都是基金的基金经理，我们当然对基金的基金有明显的倾向。但是这种倾向是来自多年来的投资经验，是令人信服的。

埃尔·登梅耶(Eldon Mayer)是对冲基金行业的先锋人物，1968年，他设计并成立了第一只共同基金对冲基金。这支被称为Hartwell和Campbell杠杆基金的基金，成为1970~1980年代排名前二十的共同基金对冲基金之一。随后的多年里，他在前雇主Lynch & Mayer公司中管理了多只表现出众的对冲基金。之后，他还帮助建立了一些基金，并为这些基金提供顾问服务。在这段时期，他一直是对冲基金的投资者。他从这些经历中学到了什么？那就是寻找、选择、监督单个基金的表现要投入大量的时间和精力。这需要不断的经历、研究和持续的风险管理。和山姆·克西纳(Sam Kirschner)的观点一样，他指出，在目前的市场环境下你必须有一个专业的研究团队加上优秀的风险管理专业人才，否则很难通过直接投资于对冲基金获得很高的回报。

同样，大部分机构投资者和家族账房投资者并没有自己的对冲基金研究人员，这样他们就无法来寻找、选择、履行单一管理人的尽职调查。因此，FOFs有六个主要优点，这些优点可能会抵消它们所要求支付的高额费用。这六个优点是：投资组合的分散化、投资于新基金和封闭基金的途径、减少破产风险、专业化的尽职调查、事后的监督和风险管理。由于第13章将会专门介绍尽职调查的最佳方法、事后的监督和风险管理，这里我们只讨论前三个优点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合的分散化

分散化是现代组合理论(MPT)的核心，而且推动着目前投资组合的构建和最优化。对于机构投资者来说，解决这个关键问题的方法有两个。第一，在他们的股票、债券或者房地产和私募股权等投资产品的组合中，引入对冲基金或FOFs。第二，投资于FOFs，寻求在FOFs的投资对象中完成分散化。

从宏观角度来看，机构投资者可以利用FOFs来分散化他们的股票、债券或是其他投资产品的投资组合。让我们回顾一下第一章分析过的数据。如你所回想起来的，一个投资组合按50/50的比例投资于MSCI全球指数和雷曼债券指数，另一个组合按40/40/20的比例投资于MSCI全球指数、雷曼债券指数和HFRI基金加权指数。前一个组合的业绩明显逊于后一个组合；而且其波动率更大。由于引入了对冲基金，在一个完整的市场周期中，后一个组合的年均回报率要比前一个组合高105个基点，而年均波动率却比前一个组合低了大约0.5%。我们的结论与CISDM的结论相同。

那么这些出色的经过风险调整的回报率是怎么得到的呢？我们来回顾一下第一章中提到的夏普的那一篇关于系统风险和特定风险的著名论著。通过在投资组合的资产中增加一只基金的基金来降低权益市场的风险，例如，你能保证这个基金的基金相对于市场的β值是很低的。如果我们选取1994.1.1~2005.12.31这段时期的HFRI FOF综合指数作为一个参照，它同标准·普尔500的相关系数是0.53，HFRI指数的β值是0.21。这个较小的数值表明了我们希望通过增加一个具有前述特征的基金的基金来降低投资组合的市场风险。

多策略FOFs希望它们对于市场的β值尽可能的小，同时又有较高的回报率，他们采取的办法是投资于那些对冲基金策略来构建投资组合。就像读者所看到的那样，一种市场环境可能会对一种投资策略有利而使另一种的生存出现困难。

很多FOFs通过在全球范围内投资的方式来进一步分散掉国内市场的风险。2005年的投资事件见证了这一点。欧洲和亚洲市场交易活跃，所以那些投资于这些地区的对冲基金就比只投资于美国市场的对手们获得更高的回报。认识到进行国际投资重要性的FOFs同样获益了。

最后，FOFs通过投资于不同类别的资产来进行资产组合的分散化，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产包括各种类型的商品，货币、各国的债券，当然也包括股票。正如我们在第三章中提到的管理期货，增加这种特殊类型的资产既可以降低对冲基金的风险，也可以降低传统投资组合的风险。对专业投资者来说，这三个层次的分散化能够对他们的投资提供一定的保护，这是投资于单一管理者基金所不能得到的。

多策略的基金的基金是如何构建它的投资组合，以使其对于市场组合的β值相对较小、回报率的波动也比股票小，却仍然能获得明显的收益增长的呢？在权衡投资的特定策略、资产类别和地区等等因素的基础上，基金的基金的管理团队确定出有良好业绩表现的候选基金，事前他们会计算所有列出的对冲基金两两之间的相关系数。这么做的目的是使构建的投资组合中，资产之间的相关系数都很低或者为负，这样投资组合总体上的相关性并不显著。在实际操作中，这意味着有一些基金会因为和股票市场或者其他资产的相关系数过高而被从资产组合中剔除出去，尽管这些基金和其他资产的投资策略完全不同。基金的基金经理希望通过这种方法使得他的投资组合不仅能够经受住市场和经济震荡的考验，也能在健康的市场环境下有良好的表现。

图12.3和12.4，是由Barry Wintner of Asset Alliance提供的，这两个图显示了两种降低波动率的有效方法。图12.3显示了六只标准差都达到15%的基金也可以构建一个波动率相当低的投资组合。如果基金两两之间的相关系数减小到20%时，整个投资组合的波动率就能下降到仅有8%。别忘了，在所分析的时期里，标准·普尔500指数的年标准差为15.61%。

温特纳（Wintner）还论证了降低每一只基金的标准差对降低整个投资组合波动率的效果，以及增加更多基金对降低投资组合波动率的效果。图12.4解释了这个道理。就像读者所看到的一样，增加四只基金对降低投资组合波动率的帮助小于在最初选择波动率较小的基金。资产的标准差较小，加上两两之间的相关性很低，这样才能更加有效地构造较低波动率的投资组合。

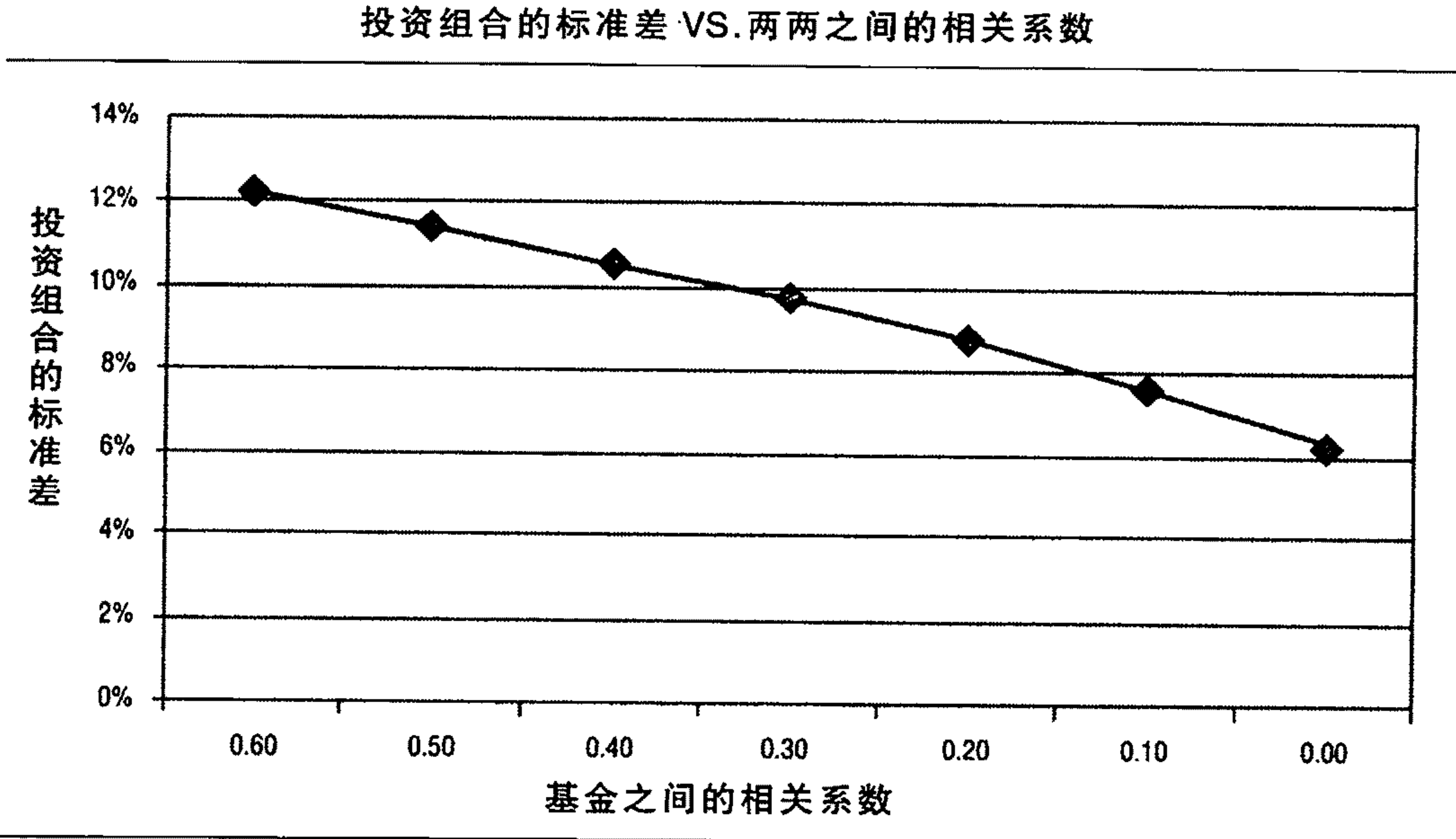
其他的研究表明，一个包含15至20只对冲基金的投资组合可以分散掉95%的单个基金的特定风险。尽管有这样的研究结果，很多FOFs还是在构建包含40~100只基金的投资组合，其结果只能是它们被过度地分散化了，这使得它们的回报只能达到平均水平或是基金的基金指数的水平。为了避免这种结果，一些FOFs将投资组合的杠杆率提高到200%或者更高，以期获得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的回报。正如我们在第九章中描述的，过度地提高杠杆率会给基金经理和他的基金带来失败的风险。我们的观点是，构造集中又分散化的投资组合是获得超过平均水平的风险调整回报率的最佳方法，这样的投资组合中资产应该是精心挑选的，两两之间相关系数很低，资产本身的标准差也比较合理（大约15%或者更低）。

图 12.3

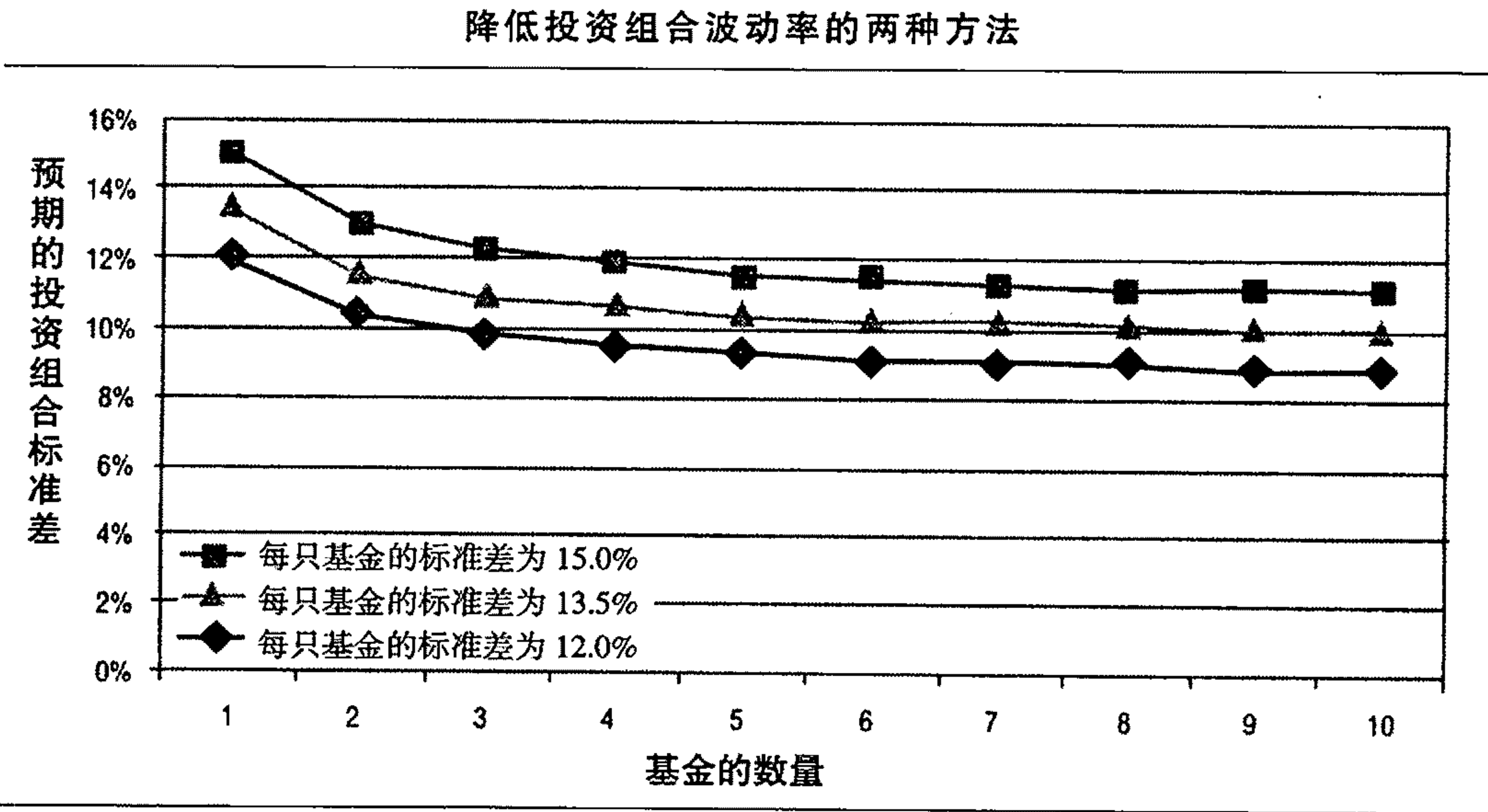
投资组合的标准差VS.两两之间的相关系数



资料来源：Barry Wintner，2001。

图 12.4

降低投资组合波动率的两种方法



资料来源：Barry Wintner，2001。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于新基金和封闭基金的途径

许多优秀的对冲基金在其初建时期都不对新的投资者开放。FOFs会和它们达成协议以允许FOFs继续投资，通常在同意了某些限制条件以后，即使已经对新投资者关闭了的基金也允许FOFs继续投资。于是，相比大部分对冲基金的直接投资者，FOFs就有了明显的优势，当然那些最大的和富有经验的对冲基金投资者是例外的，比如耶鲁校产基金（Yale Endowment）。

正如第十一章所述，如果投资者在寻找快速增长的回报率，那么他应该关注那些新的基金经理。问题在于投资者如何在第一时间确定是否找对了人选。很多基金经理并不会向数据库报送数据。当然，他们也不会做广告。

从2003年开始，每年都有900~1000只新的对冲基金成立，要迅速地找出那些表现好的基金是很困难的。事实上，这是一个全职工作。因为这些新基金都很相似，所以很难进行分析。它们的投资时间也都太短，很多都缺乏经营的资源，难以达到大机构投资者的标准，有些基金的财务总监或者运营总监缺乏经验甚至根本没有财务总监和运营总监，有些基金可能缺少有经验的审计师或者管理者。于是，对新的基金进行尽职调查要比对那些已经有成熟组织架构和运作模式的对冲基金花费更多的时间和精力。在寻找新的基金、组织尽职调查并最终为投资组合选择出色的基金经理方面，FOFs有明显的优势，能够通过这些措施来为投资者带来收益。实际上，尽管要求更高的费用，优秀的FOFs的回报率要高于一般的单一管理的对冲基金。

减少破产风险

FOFs的最后一个也是最重要的一个优点是能够最小化由于基金破产所导致的主要资产损失和首要风险。根据我们的经验，由于当前FOFs所进行的严格的尽职调查，他们比大多数投资者更少地投资于这样的基金。其次，鉴于它们提供的分散化，即使是发生像大灾难这种事件，它们仍然有可能不遭受损失。最后，相对于单个基金来说，基金的基金的破产风险的可能性是最小的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劣势

FOFs的第一个劣势也是投资者拒绝使用它的原因就是高额的费用。在某种程度上来说，这种拒绝是有道理的。实际上，许多捐赠基金和家族账房不使用FOFs而是直接进行投资。耶鲁大学的首席投资官（CIO）大卫·史文森(David Swensen)建立了一个强大的内部投资团队，能够寻找基金经理、进行必要的尽职调查、确认表现出色的基金并在选择它们之后进行有效的监督，在这个团队的努力下，他们创造了令人嫉妒的投资业绩。在最近的一个财政年度里，史文森将耶鲁大学价值150亿美元的投资组合的25%投向了对冲基金，这也是他投资比例最大的一类资产。然而，成立并管理这样一个团队是非常困难的，也要花费大量的金钱和时间，对很多机构来说是难以做到的。

但是造成FOFs表现较差的原因除了高额费用以外，还有其他的因素：缺乏对特定投资策略的理解；缺乏尽职调查的最佳方法；为了募集资产故意减小波动性（于是也就降低了回报）。

我们怀疑一部分基金经理低估了挑选优秀的不同投资策略的对冲基金的难度。对我们来说，基本的理论告诉我们为了很好地解决这个问题，基金经理和他的团队必须能够了解和分析所有主要的对冲基金投资策略。而实际上，这是一个非常高的要求。

如果基金经理没有进行全面的尽职调查，没有做出足够的风险管理或是没有能够恰当地监督，那么他的回报将会受到影响。在选择基金的基金时候，投资者的研究越仔细，越容易发现这只基金的基金是不是能够带来等于或好于对冲基金平均收益的令人满意的回报，同时风险也比较小。第13章能够帮助你做到这些。

基金的基金表现较差的另外一个原因是：因为资金来自机构投资者，所以一些FOFs不愿意承担太多的风险。为了从那些新投资者和保守投资者那里募集资金，许多大型FOFs不去投资那些新兴市场、新的基金和会带来较大α系数但是风险却比较大的基金。我们必须要问，机构投资者最终会不会向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOFs要求较高的回报呢？我们相信是会的。2005年，机构投资者从那些表现较差的大型FOFs那里赎回了数以亿计的资金，并向那些表现更好的小规模FOFs进行投资以期获得更高的回报。

我们最后谈一谈基金的基金费用。如果一个投资者有充足的资源、时间、全面参与对冲基金研究的能力，并且在一个优秀的投资团队里能够发表他的高见，那么他确实没有什么理由去投资FOFs。但是很少有投资者能够做到这些方面，即使是大多数的家族账房、公司制基金或者上市的养老基金、中小规模的大学基金会和私人基金也不例外，而且他们也不愿意花费财力物力去成立一个专业的对冲基金精英团队和尽职调查团队，更不用说去进行管理了。因此，关于基金的基金费用的问题对大部分投资者来说还是一个有待讨论的问题。

多策略对冲基金和可投资指数

这一章如果不讨论一下多策略对冲基金和可投资指数这两种投资工具就不能算结束了。现在有很多说法都认为多策略对冲基金是FOFs的替代品。我们已经看到了对这两种工具的投资回报所进行的比较，但是多策略基金没有额外的费用负担，所以它们当然更值得考虑。多策略基金的主要优点在于能够迅速地重新分配资源，而FOFs则只能在每个月或季度末才能这样做，通常至少需要提前三十天通知。基金的基金的优点则是能够使用任何一个特定的投资策略，而多策略基金只能使用内部资源。关于二者的讨论会一直持续下去。目前考虑到费用问题多策略基金肯定是优先的选择，而以回报为导向的投资者则会投向净费用较少而回报较高的工具。

读者当然已经注意到了我们用不可投资HFRI指数作为讨论各种策略的基准。还有一些不可投资指数包括www.hedgefund.net上的指数，CISDM.org上的CTA指数和www.barclaysgrp.com上的管理期货指数和www.eurekahedge.com上的包括亚洲和拉丁美洲在内的全球指数。它们都有各自不同的样本收集方法，各自的数据库中也包含了不同对冲基金的数据。所以它们得到的关于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金回报的数字可能是有很大区别的。

以此为背景,2002年标准·普尔指数将它大部分的稳定资产投到了第一个可投资对冲基金指数。其他的指数，如瑞士信贷、MSCI、金融时报指数(Financial Times Stock Exchange,FTSE),还有HFRI(称为HFRI指数)都跟随了标准·普尔,可投资指数在两年内募集到了120亿美元的机构投资者的资产。对它们的评论很多,正面反面的都有。比起FOFs,可投资指数确实能够提供较好的流动性、较高的成长性和更高的透明度。可投资指数的费用包括营销费用和管理费用,不包括利润提成。

另一方面,它们并不是真正的指数。在一个像标准·普尔500指数那样真正的指数中,首先了解所考察类型的证券的情况,然后根据市场规模对所有的证券进行加权,并最终反映出所有证券的表现情况。没有一个可投资的对冲基金指数能够包含所有的对冲基金，所以它们最多是一组特定种类的对冲基金的样本:通常规模很大,而且有多年的业绩。以标准·普尔指数为例,基金的平均管理资产额为80亿美元,至少有三年的投资业绩。

上面的这个缺陷会引出一个问题，即这些可投资指数是否比FOFs的回报更高。迄今为止,并没有。例如,表现最好的可投资指数CSFB,在2004~2005年的两年间获得了9.10%的回报。在同一个时期内,HFRI FOF综合指数的回报为14.68%。正如我们注意到的，指数所选择的对冲基金主要是那些有长期投资业绩的大规模对冲基金。选择这种类型的基金已经被证明了并不是获得较高回报的好方法。

更进一步地,指数在挑选基金的过程中存在着一个固有的选择偏差,限制指数的选择过程。这是由于指数在选择基金时受到限制,它们必须选择那些能够分别签订流动性、估值以及发行数量等帐户管理协议的基金。那些表现较好的基金可能不会接受这些约束,因为它们能够吸引那些不费力、也不需要那么多服务的投资者。可投资指数这种不利的选择偏差最终会导致它们的业绩表现普通。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

马修·豪夫曼

（Matthew Hoffman）
梅耶&豪夫曼资本顾问有限合伙公司合伙人及首席投资官（CIO）

从20世纪80年代作为一个衍生工具交易员开始，马修·豪夫曼就一直关注着对冲基金行业的发展变化。豪夫曼是这个公司的首席投资官，也是管理层的一员，公司的另外两位负责人是本书的两位作者。

1982年从哥伦比亚大学获得MBA学位后，豪夫曼开始在大通曼哈顿银行的利率和货币衍生工具部门工作。他主要在东京和香港开展衍生品营销和交易业务，后来又在伦敦的美林银行从事相似的工作。1991年他转投奥康纳合伙人公司，成为了欧洲股权衍生工具部门的高级经理。在成立梅耶&豪夫曼资本顾问公司之前，他在瑞士信贷资产管理公司主持对冲基金管理研究、选择和投资组合的创建等方面的工作，瑞士信贷资产管理公司投资了上百只对冲基金。在他的任期内，对冲基金的资产从7亿美元增长到50亿美元。

⇑SK：*马特，如果可以的话，请给我们描述一下基金的基金这种投资工具的发展历程。*

➡MH：当然，基金的基金已经成为机构投资者进入对冲基金市场的一种谨慎的投资工具。这是最初涉足对冲基金的一种谨慎的方法，因为它比投资于单一基金的风险要小。基金的组合所带来的分散化效应，保护了投资者避免由于某一只基金的较差表现而遭受损失。

随着越来越多的个人、家族账户、机构投资者开始在这一领域进行投资，那些最早设立基金的基金的公司以难以置信的速度发展壮大。那是过去的情况。现在，对冲基金市场已经变得很成熟了。神秘感迅速消失，危险性也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减弱成为一般的风险，不再被认为是过高的风险，甚至可能比其他任何类型的资产都要低。

第一代基金的基金现在依然存在：主要选择那些低波动率的基金集合。这种模式和对冲基金可投资指数的运作方式大体上相同。但是有一些FOFs代表了这一模式的演变。这些第二代的基金寻找那些投资于新市场或者效率较低的市场的基金集合，以期获得更高的α值。这些基金经理们相信潜在的高回报仍然受到分散化这种内在风险管理工具的保护，这一工具也是第一代基金的防御堡垒。梅耶&豪夫曼资本顾问公司是第二代FOFs公司之一。

⇑SK：*是什么使你倾向于第二代投资工具？*

➡MH：在我的职业生涯中一直在做的一件事就是寻找下一个类型的低效率市场。当我在80年代早期开始进行外汇交易时，它还是一个比较新鲜的概念。大多数公司虽然成为了全球性的企业也并没有将他们的外汇进行对冲。但是到了80年代的中期，这个市场变得发达起来，对冲交易也更加普遍了。接着利率和外汇掉期市场出现了，于是我开始操作这些工具。

到了1990年，出现了股票期权，我加入了主要进行期权全球性交易的奥康纳合伙人公司。那时期权定价在全球范围内是缺乏效率的，对我来说是一个很好的机会。这个市场发展了十年以后开始成熟起来，在单一股票上有众多的竞争者进行期权定价。

因此，你需要寻找下一个缺乏效率的市场和下一个获利的机会。或者你可以高枕无忧，等待着下一个市场出现在你面前。但是当它发生了，那么你一定错过了最好的时机。市场可能已经成熟起来。

⇑SK：*效率缺失的部分表现就是不可避免的市场波动，是这样吗？*

➡MH：是的。对所有种类的资产来说，这正是那个时期所缺少的东西。从2004年到2005年，我们看到了全球范围内前所未有的低水平波动率。从世界的角度上来看，所有东西——固定收益、外汇和股权，也达到了最低的波动水平。

市场出奇的平静。看看2005年7月伦敦被恐怖分子袭击发生炸弹爆炸事件时的情况吧。正常来说，市场应该会大跌。但是实际上发生了什么？市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌了一个小时然后马上回升。股票市场那天是以上涨收盘。固定收益基金的变化几乎可以被忽略。我是说，现在完全没有了波动，这是令人难以置信的。我们的投资组合中的基金经理们非常擅长应对波动的市场，大部分的交易者也是被波动的市场训练出来的。如果市场的波动幅度更大一些，会有很多人获得更高的回报。

⇑SK：波动性的缺乏就像是拳击比赛回合之间的休息时间。在铃声响起之前，什么也不会发生，直到下一轮波动的出现，是这样吗？

➡MH：是的。谁会在这中间获益最多？当然，很多人都会从更具活力的市场中获益，但是谁是最大的赢家呢？我想我们的观点是非常有道理的。我们认为那会是新的基金经理们。在梅耶&豪夫曼我们为这个目的建立了三只特别的FOFs。我们的基金选择那些具有两个方面特质的新基金经理：第一，对低效率市场及其带来的特有的投资机会有深刻的认识；第二，具备运作好他们的资产的交易技巧。

⇑SK：基金规模受到限制是因为每个基金经理所处的市场环境不同吗？

➡MH：和其他基金的基金相比，我们一直都将资产组合保持在较小的规模，这样我们就能获得小规模基金产生的优势。相反地，当我们的基金关闭以后，我们会以新的基金为基础构造新的资产组合。毕竟每年都会有900至1000只新基金成立。

⇑SK：请给我们描述一下公司的尽职调查程序。

➡MH：我们将事前的调查分为三个步骤：定性调查、定量调查、经营调查。定性的步骤是你了解基金经理和他的投资策略的好时机。一个个地去拜访基金给出的证明人是浪费时间的做法，那些证明人只会说好的方面。我们试着找到那些不属于基金经理利益集团的人。一个证明人应该是以前的雇主，另一个应该是交易对手，他们会了解基金经理及他的市场，第三个可能是和基金经理一起工作的为其提供服务的同事。我们提出开放性的问题，比如我们喜欢问："如果你要批评这个人，你会说些什么？"相信我，这时他们会开始给你讲故事。如果这个经理在跟其他人玩沙盒时表现不好，这时你就会知道了。我们在这一步骤上花费大量的时间，因为当投资于生意时我们都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道是投资在人身上的。

接下来是定量调查，我们观察一组同行业的竞争对手、风险控制策略、与回报相关的分析以及他们愿意承担的风险类型。我们观察他们进行对冲交易来保护资产的方法。

最后我们进行经营尽职调查。如果他们通过了前两个步骤，那么我们来调查公司的审计师、统一申请投资顾问公司注册(ADV)和其他的一切。我们需要确认每一部分都运作正常。很多其他公司并不在这个部分花费太多功夫，但是我们认为这对于新的基金来说是非常必要的。例如，如果审计公司和财务总监或对冲基金其他重要人员有人事上的关系，我们可能会仅仅因为这个原因就放弃这只基金。在这种情况下，就有很大的潜在利益冲突。类似地，我们也不希望财务总监和交易方的决策者有什么联系。我们可能会因为交易者雇用了他的姐夫作为财务总监而放弃这只我们很感兴趣的基金。并不是说他们缺乏诚信，只是这里有潜在的利益冲突。

在一个基金经理通过了这三个步骤以后，梅耶&豪夫曼可能会对它进行投资。但是，公司的尽职调查并未就此结束。我们选择后的监督程序也是相当严格的。

⇑SK：*有没有一些令人兴奋的市场机会是我们的读者应该注意的？*

➡MH：新的基金经理们渴望成功、努力工作、创造了许多新的财富。例如，在二氧化碳排放许可交易、污染控制信贷和直接借款领域都是新兴的迅速发展的市场。这些都是不完全市场，因此现在对它们进行投资的对冲基金经理们将会在未来一些年里创造高额的利润。我们正在仔细观察这些新的投资领域和新的基金经理们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

尽职调查的最佳行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

在对冲基金行业，严格的尽职调查是进行投资前必须要完成的一道程序，然而大多数的投资者并不了解这个程序的细节问题。相反，投资者都把注意力放在行业里具有戏剧性的故事上：从索罗斯的巨大成功到长期资本管理公司（LTCM）的破产，从埃迪·兰帕特（Eddie Lampert）的巨额回报到贝友集团（Bayou）投资者的巨大损失。本书的作者，作为行业内的权威人士，有责任来解释一下尽职调查的细节问题，要知道缺乏严格的尽职调查，投资者可能会成为被人控制的骰子。

在深入阐述我们关于完善的尽职调查的观点之前，首先要明确哪些不属于尽职调查。许多投资者在引资活动中（由主要的经纪商主持的，将潜在的投资者介绍给那些管理着银行或是和银行进行交易的经理们）、行业会议上或是被值得信赖的朋友游说来选择基金经理。这些都不是尽职调查。

到目前为止，本书已经详细介绍了许多对冲基金的策略、交易类型、优势和劣势以及它们如何选择传统的和替代的投资工具来构造投资组合。如果投资者不懂得如何选择正确的基金，这些知识都用不上。不掌握尽职调查的技术，投资者可能会得到较差回报，甚至有破产的风险。在8000只单一基金和2000多只FOFs中做出正确的选择是取得成功的关键。因此，本章是全书最重要的一章。

只有通过系统、详细和全面的调查才能做出明智的决定挑选出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的基金，这些毫无神秘可言。如果恰当地进行，判断一只基金大约要花费50小时。调查完成之后，可能会得出否定的结果。这是否意味着在投资前每个对冲基金投资者都要耗费大量的时间来进行研究？答案是否定的。但是每个潜在的投资者必须确定他的顾问公司或FOFs已经完成了这项艰苦的工作。如果不是，那么请离开这家顾问公司或者FOFs，去寻找一家认为应该进行这种调查的顾问公司。他们才能够最大程度地帮助你对资产进行保值和增值。通过阅读这一章，你可以提出所有正确的问题来保证你自己或者机构的资金是处在的谨慎管理之下的。

我们曾经请教过两位非常出色的专业人士特里·比尔基（Terry Bilkey）和罗恩·潘歇尔（Ron Panzier）来指导我们阐述尽职调查的程序。特里·比尔基是一位金融分析师（CFA），他是建立于匹兹堡和宾夕法尼亚的BilkeyKatz 投资顾问公司的创始人，在为机构投资者选择基金和构建投资组合提供顾问服务的方面，他有着超过25年的工作经验。在这一章的最后，我们对作为行业代表的特里进行了采访。罗恩·潘歇尔（Ron Panzier）是一位金融分析师（CFA）和金融风险管理师（FRM），是梅耶&豪夫曼资本顾问有限合伙公司的首席风险官和首席财务官，也是公司投资委员会的成员。在他17年的对冲基金职业生涯中，他为几只单一对冲基金作CFO时也曾成为机构投资者进行尽职调查的对象。

这一章会带领你了解尽职调查的全过程，不管是选择单一对冲基金还是FOFs，尽职调查都应该包括以下几个步骤：

1. 寻找和确定候选基金经理。
2. 定性分析。
3. 定量分析。
4. 经营分析。
5. 事后监督。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个步骤都被细分为三个部分：首先，我们设计程序；接下来，列出在这个步骤里需要了解的最重要的问题；最后，我们建议用一个表格或者附录的形式列出所有的问题以及需要收集的所有相关信息。在阅读完本章以后，你会明白完整的尽职调查的关键所在。我们力求使这一章更具可读性。最后，有时会发现尽职调查是一个非常艰苦和漫长的过程，确实是这样的。就像是为了获得博士学位而努力学习一样，可能没有多少乐趣，但是为了取得成功我们必须这样做。

步骤一：寻找和确定候选基金经理

这个步骤本身可以单独成为一章。对于大型FOFs来说，寻找、确定并找到那些能够创造出显著α值的基金经理是它们的价值命题中的核心。然而大多数投资者并不了解全世界对冲基金行业内的潜在候选基金。于是，对于他们来说，营销公司、引资会、主要经纪商、信任的朋友或者是顾问公司这些信息来源虽然不足以成为尽职调查，但却是确定潜在基金和基金经理的有效途径。注意这里的用词是潜在的。在步骤一中你通过考察特定的对冲基金策略或者FOFs是否适合你的资产组合来开始尽职调查。

例如，你可能已经在数据库中进行了搜索，希望找到新兴市场的股票多头/空头对冲基金。或者你也可能从一只你进行了投资的基金那里得知这只基金将会派生出一只投资策略相似、由主要的交易员所操作的新基金。你可能已经浏览了这一策略中表现较好的基金的营销方面的资料，并且完成了小范围内的基准研究来确定那些绝对回报和风险调整回报最好的基金。你可能发现了一只成立于2003年却有着突出表现的基金。到2005年10月，这只基金的价值已经增长了209%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一步需要做的就是进一步了解基金经理。通常情况下，我们会通过电话采访对基金经理进行初步的定性评估，并要求一些会在下面更进一步的尽职调查中所需的文件。如果基金经理通过了这个步骤的考验，下面就可以开始进行全面的尽职调查了。

步骤二：定性分析

这是尽职调查中最重要的步骤，由三个主要部分组成：从普通人和专业人士的角度对基金经理和他的团队进行评估；对投资策略、投资过程和资产组合有一个清晰的认识；对公司的高管人员的推荐人和背景资料进行检查和核对。比较合适的开始是发放一份尽职调查问卷（以下简称DDQ）。DDQ不是什么秘密的东西。二十多年来，DDQ不断地被改进，AIMA和约翰·墨登（John Mauldin）的书《牛眼投资》（*Bull's Eye Investment*）中都给出了很好的DDQ范例。在很多情况下，一个基金经理只是给你发一份他原有的文件，上面列有他对那些经常提出的问题的简要回答。如果这些问题里不包括你所需要的，那么一定要坚持让他们作答。DDQ中问题的答案可能会长达30页或更多，而且不包括额外要求的资料和文件。

尽职调查问卷包括以下方面的问题：

- 公司的历史、管理层和所有权结构
- 遵守约定问题
- 基金的细节，条款、业绩表现和服务提供者
- 投资策略
- 风险管理
- 投资者服务/报告
- 业务的连续性

仔细地看一下上面列出的内容。我们注意到了DDQ涵盖了公司运作中的所有主要方面。实际上，在进行步骤二、三和四时回顾一下公司对于DDQ中问题的回答将会有非常大的帮助。这是因为随着尽职调查的深入，你会不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地向公司的负责人们询问相同的问题。在这一过程中，你会发现他们给出的答案可能会相互矛盾、前后不一致、并不全都是真相甚至可能完全是诺言。

正如我们在前面已经提到过的，候选的基金经理也会被要求提供所有与基金相关的文件，这些文件能够详细说明投资的条款和条件。比如，对于美国国内的基金来说，这些文件可能包括认股文件、合伙人协议和私募或要约备忘录，这些文件规定了锁定或赎回条件、费用、净值定价和月度报告、使用的杠杆率、公司高管姓名、潜在的利益冲突、公司和其高管人员所涉及的诉讼或仲裁程序以及其他所有投资于这一基金的条款和规定。

检查基金的文件，并把你从DDQ中得到的答案和基金文件中所涉及的条款和规定进行比较。例如，如果二者在赎回规定或者潜在的利益冲突方面有相互矛盾的地方，那么这个公司可能存在着很大的问题。你可以因为这些矛盾中的一点放弃这只基金。如果你发现矛盾的地方很少，那么就可以准备第二轮的问题了，如果第一轮中的问题使你非常满意，那么也可以选择进行下一项内容。如果你选择放弃这只基金，那么记住要对自己满意，因为通过一天的出色工作而淘汰掉了一个基金经理。这是进行尽职调查的正确态度，也就是说，你的直觉告诉你："不，我们要放弃这个基金经理。"只有最好的公司和最好的基金，不管他们是新成立的还是成熟的，才能在像马拉松一样的尽职调查中胜出。

通常情况下，和基金经理的第一次面对面接触应该是请他在我们的办公室里进行一次陈述。毕竟，我们是预期的投资者。在那之后，如果我们对他感兴趣，最好是到他们的公司去和基金经理及他的团队会面。

在这次会面结束后，梅耶&豪夫曼的尽职调查团队的成员们开始使用一个定性分析的记分卡，这个记分卡上包含了30多个关键问题，能够帮助他们对所听到的答案和所留下的印象进行打分，记分卡采用的是一个五分制的改进的李克特量表。结果被打成分数，制成表格，然后进行评估。我们相信每一个和基金经理有密切接触的团队成员都应该准备一个记分卡，对一个基金经理的不同评价会引发团队内部的热烈讨论。在转向下一个部分之前，请你翻到附录B来看一下定性分析记分卡中所包含的项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估基金经理和他们的团队

你希望得到关于基金经理的领导能力和工作热情的信息。其实，你应该从一个普通人的角度来看待他们、他们的投资团队和公司的其他主要负责人。观察一下投资团队在构建资产组合时合作得怎么样。如果可能的话，我们都会投资于那些团队过去曾经有过合作经历的基金。另外，问一些能够引出真实答案的以及能够引出观点和感觉的问题，比如：

- 对于你所从事的工作，你喜欢它的哪些方面？
- 你在公司中被授予多大的权力？
- 在你的公司中其他人能够负起多大的责任，被授予多大的权力？
- 你认为你的团队成员们会如何评价在公司中的工作？
- 投资团队的成员的报酬怎么样？
- 基金经理们是不是会自信地认为他们能够创造出一种人员流动性很大的团队文化？
- 他们是很好的聆听者吗？

投资策略、投资过程和资产组合回顾

定性分析的这个组成部分是恰当的尽职调查的核心。了解基金的投资策略及如何通过买卖决策来操作、基金的优点和缺点、何时它会表现得比较好何时会表现得较差，这是进行投资的必要前提。如果基金经理不能清楚无误地回答这些问题，或是你和你的顾问不能够理解他的回答，那么千万不要投资。就是这么简单。

之所以给出这样的警告有很多原因，这里我们只提其中的两个。第一，能够清楚无误地回答投资策略和过程的问题说明了基金经理知道他的回报是从哪里来的，因此就能够在未来获得同样的回报。他的回答也说明了他知道自己的投资方法所受的限制以及他在投资过程中采用了严格的风险管理程序和出售纪律。

第二，如果你不了解基金经理如何赚钱，那么当市场的变化对他不利时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会出现什么情况呢？你会不会十分恐慌并且在错误的时点赎回资产？举例说明，在一个波动幅度比较小的市场环境中，他的投资策略是不是滞后了？或者他的交易策略在向上的波动中获益颇丰，但在向下的波动中遭受损失？稍后我们会在这一章里专门研究后一种类型的基金经理。

我们能够通过询问以下问题来了解基金经理的投资哲学：

- 是什么促使你买入资产？
- 在什么情况下你会卖出资产？
- 当一项投资获得了良好的回报时你会做什么？
- 你如何控制资产的规模？
- 你的回报是不是具有历史性的重复规律？为什么？
- 你如何进行对冲交易？
- 你是不是既通过多头交易也通过空头交易来获利？
- 你的投资理念是怎样产生的？
- 它们是你独有的吗？
- 如果符合投资策略，你会进行私人交易吗？如何进行？

相同的问题会在尽职调查团队研究基金经理的资产组合时再次提出。团队成员在研究基金经理的投资理念和过程时，试图寻找到两个特质。它们分别是坚定的信念和一致性。

回顾基金的资产组合是这个评估下一步要做的事情。首先，你要找出基金回报的确切来源。为了达到这个目标你需要得到以下问题的答案：

- 基金经理在他的丰收年份他如何获利？
- 在这一年里他是否进行了大交易，获得了高额回报？那样的情况经常发生吗，还是一种侥幸？
- 他最差的交易是什么？
- 他所经历的最严重的下跌是哪一次？
- 那一次出了什么错？
- 这种情况会再一次发生吗？如果会，基金经理将如何解决这些难题？
- 为了吸取那些失败的教训，他在出售纪律或者风险管理程序方面作了哪些改进？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 基金经理和他的团队在挫折中学到了什么？

七个问题的答案会帮助你了解基金经理和他的团队。罗恩·潘歇尔说："每个人都会犯错，事实上我希望能够看到一个基金经理在困难的时期仍能取得和过去一样的回报。基金经理在困难时期里经历了地狱般的考验，经受了挫折。在他的领域内要比那些没遭受过损失的经理们承担更多的风险。真正吓到我的是一个不会害怕的基金经理，因为没有恐惧所以他相信他只是没有遵循风险和回报的基本投资范式。所以看到基金经理经历过可怕的时光或遭受过惨痛的损失其实是一件好事，因为如果他熬过了那段艰难时期，不管是作为一个投资者还是普通人，他都成熟了许多。"

检查一下基金经理投资组合中排名前十位的资产是评估其投资方法的坚定性和一致性的好办法。在经理讨论其持有的每种资产及加入组合原因时，都应该明显地看出这两个特征。还记得我们之前列出的有关资产规模、出售纪律和摆出筹码的问题吗？在这里你会发现他是不是在追求他所相信的东西。资产组合中的资产和基金经理对于投资策略和过程的表达之间有任何的错误联系或偏差都要引起足够的重视。

尽职调查团队应该能从下列问题的讨论中得出一些结论："这个基金经理是不是有坚定的信念？""他的投资方法是不是有持续性？"如果不能够毫不迟疑地给出肯定的答案，那么就有充足的理由来拒绝这个基金经理。

对潜在的基金经理提出的最后一种问题是关于重大事件风险的。你希望通过下列的问题来了解他们和他们的资产组合在面对主要的世界/市场风险时会做出什么样的反应：

- 如果再次发生大规模的恐怖袭击？
- 如果出现股灾或者债券市场的暴跌？
- 如果发生货币危机或是突然的流动性枯竭？
- 如果商品或者能源的价格暴涨？

如果他们对这些外部的突发事件没有预先的准备，那么你可能会担忧。在第六章我们曾经采访了成功的困境证券投资家马克·拉斯里（Marc Lasry），他告诉我们他最大的隐忧就是外生的突发事件，而且现在这些事件发生的频率似乎更高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明人和背景调查

基金经理的证明人列表是开始调查的起点，但是可能起不到多大作用。正如我们在第十一章中提到的，证明人检查必须涵盖基金经理的职业生涯。通过这方面的考察，一个更真实的基金经理就会展现在我们眼前。因此，和他现在的同事、以前的同事、他的雇员、客户、其他交易员以及服务提供者进行访谈。向他们提出以下问题：

- 他如何渡过艰难的时期？
- 如果你要对这个人提出批评，你会说些什么？
- 你跟他一起工作是不是感到很愉快？
- 对你来说，他是不是一个很好的决策者？ 为什么？
- 他在沙盒游戏中是不是表现得很好(马修·豪夫曼最喜欢向交易员提的问题)？

对基金公司高层管理者的背景调查同样很重要。一些投资者雇佣专业的服务机构来进行调查，一些投资者则雇佣专业的尽职调查公司来调查，这些尽职调查公司在它们的调查内容中包括了背景调查，另一些投资者则自己进行调查。破产、官司、犯罪纪录或者在纳斯达克市场上的问题都可能出现在这些高管人员的纪录中。令人惊讶的是，一些投资者跳过了这个步骤。在对特里·比尔基的采访中，你可以听到一个经验丰富的咨询师是如何强调证明人和背景调查的重要性的，特别是在贝友集团(Bayou)的倒闭案中。

罗恩·潘歇尔总结了这个步骤的关键之处："从定性分析中我们得到的总体印象，在我们的决策过程中起着非常非常重要的作用。如果你喜欢而且相信这个基金经理，很有可能会在一定程度上做出决定：'这就是我想要的基金经理。'尽职调查接下来的步骤就是来寻找不选择这个经理的理由。但是，接下来的步骤可能会令你大失所望，你必须使自己坚强起来。"

当然，大部分的潜在基金经理都不能通过这个阶段，而那些通过了的经理们则要面对第三个步骤的考验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步骤三:定量分析

当我们对基金过去的回报进行研究时，许多学者认为这是没有意义的，而重复是不可避免的，根据基金过去的回报率做出投资决策的投资者会发现他们在不断追求那些只有中等偏下程度的回报(详细的讨论参见第十一章)。

还记得我们发现的那个假定的新兴市场股票多头/空头基金吗？它在2003.1.1~2005.10.31这段时间里，增长了209%。很明显，这个基金经理创造了神话般的高回报，投资者很容易被这样的回报所吸引，想当然地认为这只基金未来会持续表现出色。现在让我们来看看表13.1，表中给出了这只基金从开始设立起的回报率的月度数据。

这只基金的业绩记录很短，因此没有太多的数据。但是，从表13.1给出的形式很难得出什么有意义的结论来，不管表中包含的数据是多是少。如果不对数据进行分析，月回报率很难告诉我们什么。另外，即使是基金经理进行数据分析，他们可能也只是用一个偏袒的角度来计算一下过去的回报率。有时候他们所给出的报告中还会有计算错误。同样有问题的一点是，一些基金经理以他们的基金与特定的指数(比如标准·普尔500指数)的相关性很低为荣，同时他们在做分析时又将基金的风险调整回报率与标准普尔500指数进行比较。这里有什么错误？简单地说，除非基金与一个特定的指数高度相关，否则用该指数作为自变量来计算α值和β值是完全没有意义的。

因此，在进行定量分析时的第一个步骤就是获得原始数据，然后将它们输入你的模型进行标准化。然后你就可以进行有意义的研究并且做出正确的计算分析了。不要搞错了，标准化数据并不意味着一成不变。而是说，用一个令自己觉得熟悉和舒服的方式来分析数据能够更好地利用时间，也有助于消除背景噪音。由于基金经理选择的特定策略，你会在这一领域中花费更多的时间精力，而对其他领域关注较少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13.1 新兴市场股票多头/空头基金的月回报率

	2003	2004	2005
一月	5.59%	10.18%	2.22%
二月	1.15%	3.24%	8.20%
三月	-6.12%	3.05%	-4.57%
四月	6.45%	-9.57%	-1.44%
五月	20.06%	-3.70%	-1.88%
六月	11.15%	-0.67%	2.32%
七月	2.26%	-4.39%	4.81%
八月	21.53%	-1.30%	0.77%
九月	21.62%	4.37%	5.54%
十月	8.54%	-1.21%	-5.09%
十一月	5.32%	9.91%	
十二月	3.94%	0.71%	

你可能会问自己的第一个问题是：随着时间的推移，回报率的持续性怎么样？在这里，如表13.1所示，基金的回报率的趋势是向下的。

接下来，我们来计算一下基金的风险调整回报率。在这里我们会使用夏普比率和另外一个比率——索丁诺比率。这个基金的夏普比率为1.84。尽管由于近49%的年回报率使得标准差高达25.6%，基金的夏普比率仍然非常高。但是如果考虑一下下滑风险呢？

为了度量下滑风险，统计人员使用索丁诺比率。索丁诺比率和夏普比率相似，只是它不考虑上升的波动趋势而只是用跌势差作为分母。索丁诺比率的计算公式如下：

（基金的年回报率-无风险利率）/跌势差

这只基金的索丁诺比率为

（48.9%-1.7%）/8.8%=5.38

当然，夏普比率使用的是回报率的标准差（既考虑了上升的波动也考虑了下跌的波动）。两个比率都用基金的年回报率减去无风险利率的差作为分子。如果我们把标准差比作是总的胆固醇分数，那么索丁诺比率就是低密度的胆固醇（LDL）分数，代表了那些较差的胆固醇。一个较高的索丁诺比率意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着向下波动幅度较小。对于这只基金来说，虽然它"总的胆固醇分数"非常高（标准差为25.6%），但是很明显它的高密度的胆固醇（HDL）是其主要部分。跟夏普比率相比，索丁诺比率越高，我们就可以预见有更大幅度的波动。我们的ELS基金的索丁诺比率比夏普比率高了三倍多，这告诉我们基金回报的大部分波动都是上升趋势的。

第三部分的分析是看基金表现最差的一个月的回报率。这里我们发现：

- 最差一个月的回报率为-9.6%
- 最大跌幅时期，即从回报率的波峰跌到波谷这段时期，这里是指2004年4月到2004年8月，基金回报率共下跌了18.4%
- 从最大幅度的下跌中恢复过来的时间是从2004年9月到2005年2月（共六个月）

我们都明白回顾过去的投资业绩并从出色的表现中剔除掉较差的回报率是人之常情。然而，在对下跌时期进行系统性分析的时候，你必须面对这些困难的时期。预期的投资者需要接受这一事实，即在风险管理程序不发生变化的情况下（这是很难验证的），一个基金经理的风险容忍度能够在市场下跌的时候反映出来。因此，投资者必须诚实地回答自己，是否愿意来处理下跌市场中的各种问题，尤其是可能在刚刚完成投资后就出现了下跌的情况。

分析的第四部分是和基金基准的两个重要比较。我们现在来研究一下Up Capture、Down Capture和HFRI新兴市场指数的比较，HFRI新兴市场指数是与这只基金高度相关的一个市场基准。

- Up Capture VS.基准（HFRI新兴市场指数）是用基准为正时基金的总回报/基准的总回报而得出的，在这里，315.3%/107.8%=2.93。
- Down Capture VS.基准是用基准为负时基金的总回报/基准的总回报而得出的，在这里，-25.7%/-10.2%=2.53。

当HFRI新兴市场指数上升时，该基金的回报也会跟着上涨。实际上，它的上涨幅度是指数的三倍。同样，当HFRI新兴市场指数下跌时，该基金的回报也会跟着减少，减少的幅度是指数的2.5倍。这和对基金回报和指数回报进行回归分析的结果是一致的。该基金HFRI指数的β值为2.5，而年α值为-10%。这些数字说明了在基金的存续期内，基金经理的技术并没有增加基金的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，回报仅仅是显著的杠杆率的反映。但是也可能会有人提出异议，认为基金经理使用了温和的时间技术。

我们最后一部分的分析需要额外的解释。对冲基金回报率分布的研究表明，对冲基金回报率并不是像智商(IQ)测验分数和学术能力倾向(SAT)测验分数那样呈正态分布的(钟型曲线)。出现这种非正态分布主要是通常被称作“对冲基金回报率的选择性”的原因，对冲基金经理使用杠杆、交易衍生工具还卖空资产，不管是在上涨趋势还是在下跌趋势时，这些都会使得基金的回报相对于基础资产(如股票)的回报来说是被扭曲了的。于是，许多研究者就认为如果标准差、夏普比率和索丁诺比率都假设回报是正态分布的话，传统的度量方法根本就不适合用来评估对冲基金的回报。

其他统计度量方法被用于分析非对称的对冲基金回报率。第一个工具是偏度。正的偏度是指非对称的尾巴拖在右边的分布形态，也就是说，正值比负值更多。负的偏度是指非对称的尾巴拖在左边的分布形态，也就是说，负值比正值多。你可以猜一下你偏爱的对冲基金的回报的分布形态。让我们来看一下这只基金的偏度：基金月回报率偏离平均值的程度为0.9，是一个正值。

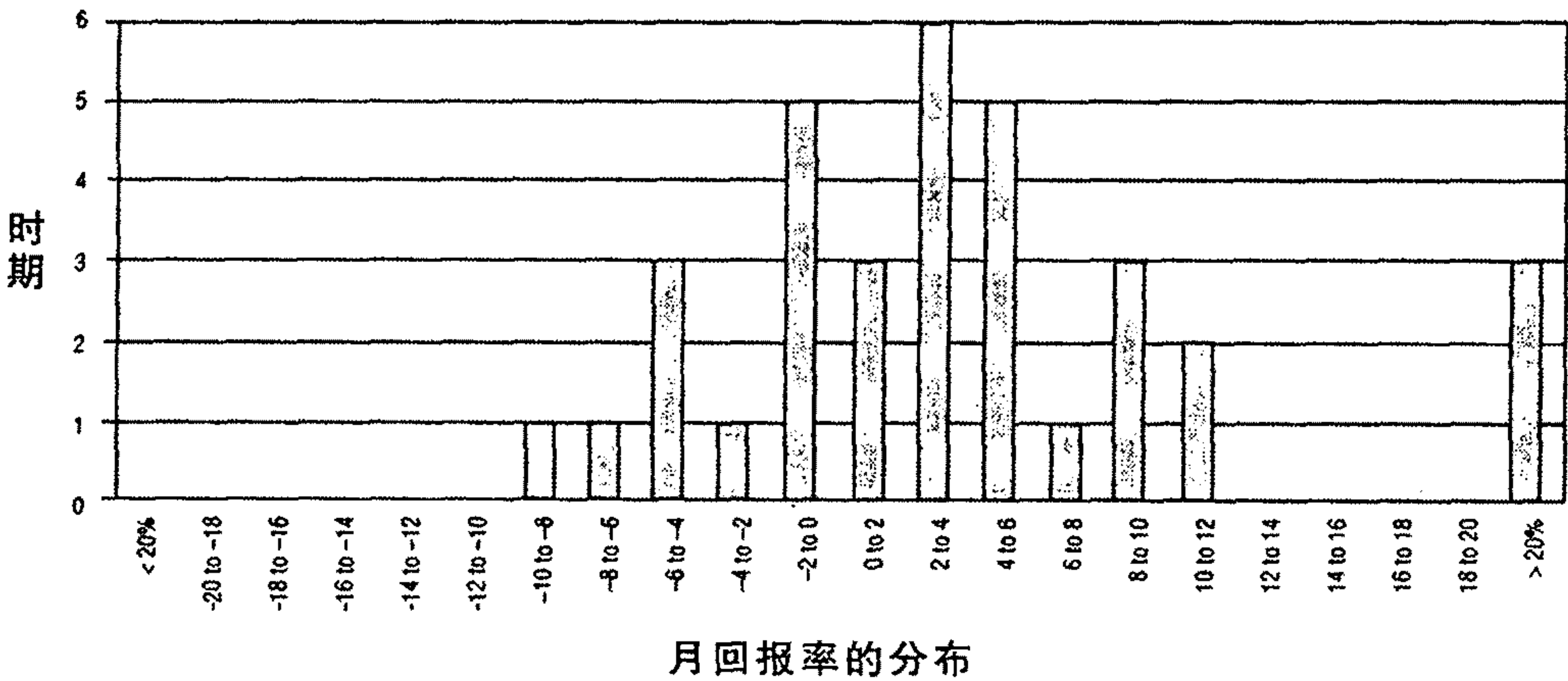
第二个度量方法是峰度，指的是在两个方向出现被称作“胖尾”的极值的可能性。正的峰度说明了比起正态分布的情况，基金回报的极值更有可能出现在图形的尾巴上。有正的峰度的对冲基金分布形态显示了基金回报有可能受到正的/负的外部事件影响的可能性更大。负的峰度则表明基金回报有可能受到正的/负的外部事件影响的可能性比正态分布还小。如果你正在找一只基金(正如所提到的这只)可能获得更高的回报但是遭受损失的可能性却更大，那么就去找一只回报分布有正的偏度和正的峰度的基金。让我们来看一下这只基金的峰度。峰度，有时候被称作额外峰度，是度量基金月回报率分布曲线尾巴“肥胖”程度的指标，这只基金的月回报率峰度为1.0，同样是一个正值。

有人说图片胜过千言万语。图13.1给出了基金月回报率的分布图。你可以看到刚刚讨论过的正的偏度和峰度。如果你发现一只基金的回报率分布图形和图13.1中的相似，那么要做好应对大幅度波动的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 13.1

新兴市场的股票多/空头基金经理的月回报率



资料来源：Mayer & Hoffman。

为了解决由于对冲基金非正态分布所带来的问题，分析师们开始使用风险价值(VaR)作为衡量资产组合风险敞口的变量。我们所假定的股票多头/空头基金的VaR为：在95%的置信区间上，30天的VaR是8%。

这意味着这个模型要表达的意思是，在接下来的30天内，我们的基金经理的投资组合的价值下跌不会超过8%的可能性为95%。或者换个说法，即投资组合的价值下跌超过8%的可能性不超过5%。虽然详细地讨论如何计算VaR已经超出了本书的范围，我们还是要指出在研究对冲基金回报率时主要有两种计算VaR的方法。第一种是在Riskmetrics方法下的基于头寸的风险管理。这种方法要求使用者找出要计算的对冲基金的所有潜在的头寸的数据(完全的透明度)。假设信息是可以获得的，Riskmetrics专用模型会根据对基金所持有的每个头寸的分析来计算出VaR。

正如人们所预期的那样，Riskmetrics相信他们的方法是衡量风险的最准确的方法。直观地说，这是有道理的。但是，Riskdata使用了另一个方法——基于表现的分析方法，来替代基于头寸的分析方法。他们的模型所需要的数据是基金的历史回报率，可以使用日数据、周数据或者是月度数据。应用一个复杂的因素模型，Riskdata对基金的风险进行估计。Riskdata认为通过分析基金的历史业绩你可以分析经理的行为特征，这是研究静态的资产组合做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不到的。我们相信二者都是在投资对冲基金时进行风险管理的好方法。

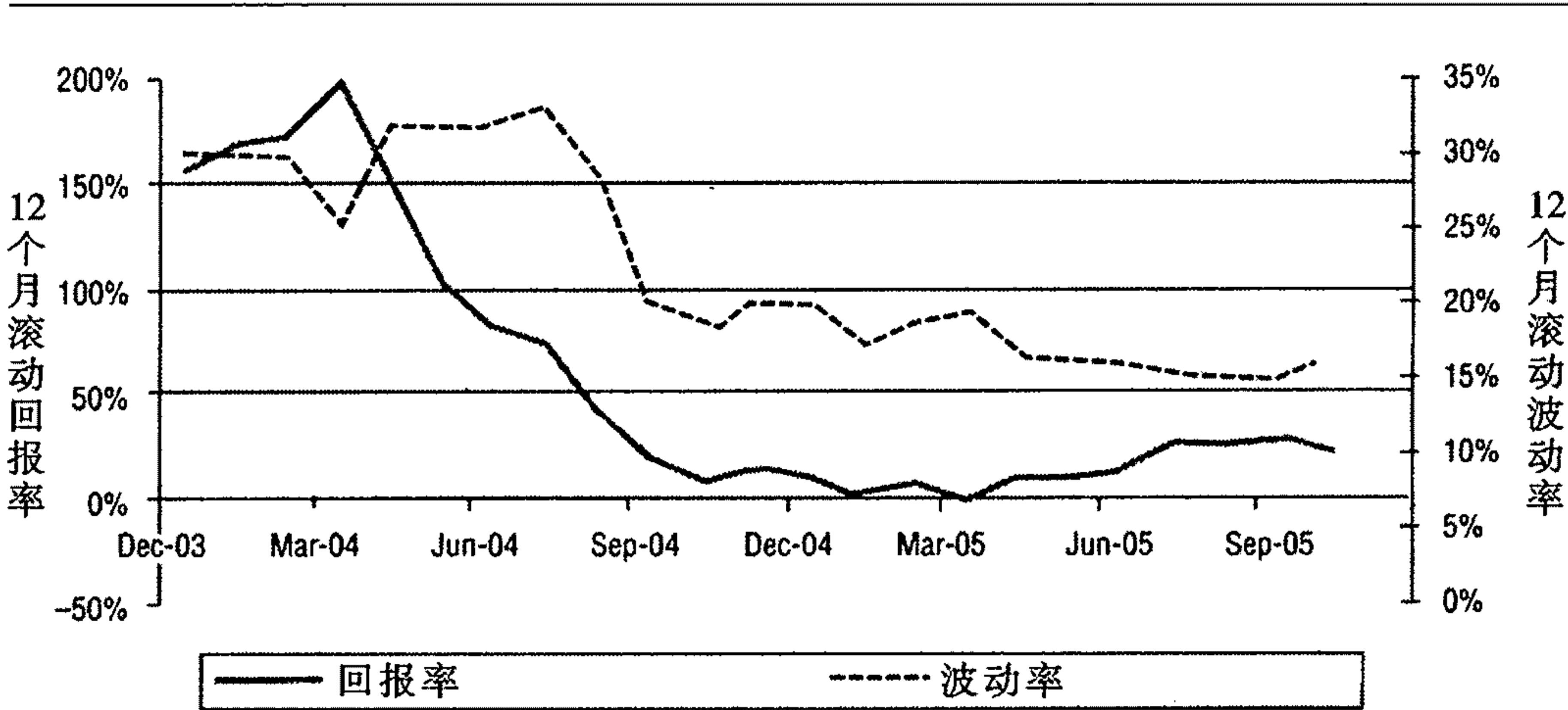
一个更新的衡量对冲基金表现的指标是欧米茄比率。这一方法被认为能够避免传统的均值/方差分析方法的缺点。欧米茄比率计算的是回报高于一个特定下限的可能性。尽管这一比率有潜在的应用价值，但是还没有被广泛使用。

在我们结束对基金过去回报的研究之前，我们还需要来研究一个更为重要的变量，即如何选择合适的观测时期。选择不同的时期会改变我们的研究结果。从这只新兴市场股票多头/空头基金基金上面可以明显地看出这一点，这只基金从成立到现在只有34个月的时间，但是在2004年夏天遭受过损失之后，基金经理就改进了他的风险管理程序。这种变化的结果是使基金更稳定地增长，从而减少风险。既然世界上没有免费的午餐，当风险控制变得更紧以后预期的回报将会降低。图13.2可以帮助我们检验这种方法是不是有效。

图13.2显示了风险管理改变的结果和基金经理的主张是一致的。2004年秋天开始基金的波动大幅度减小，并且在那之后保持相对稳定。相似地，回报率也随之迅速减小，但是仍然处在+20%的水平上。因此尽管你不需要把以前的回报率看作是完全没有用的，但是新的风险/回报水平，可以帮助你更清楚地看到未来可能获得的回报水平。

图 13.2

新兴市场的股票多/空头基金经理的 12 个月滚动回报率和波动率



资料来源：Mayer & Hoffman。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结基金回报评估的一个有效方法是使用定量的记分卡。梅耶&豪夫曼资本顾问公司所使用的定量的记分卡来对基金进行评级，以它们的竞争对手(使用不同的观测时期)和一些指标如夏普比率和索丁诺比率作为比较的基准。当你看附录C里的记分卡时，注意一下用来给基金评级的两项指标，回报率分布的偏度和峰度。这是因为当你在寻找那些潜在的表现出色的基金时，你就是在找有正的偏度和峰度的回报率曲线。相反的，你应该避免选择那些有负的偏度和峰度的回报率曲线的基金。

尽职调查的定量分析要求的不仅仅是简单的数据分析。投资者需要看出字里行间的内容，体会言外之意。罗恩·潘歇尔给出了一个例子："我无法告诉你我是多么频繁地看到那些基金经理提起他们过去的表现，但你要看一下他们现在的费用结构。再看一下过去的审计资料，会发现那时的费用和现在不同。可以打赌的是过去的费用一定比现在的低。那么基金在过去由于较低的费用结构而获益的部分应当在回报中扣减掉。"如果基金的定量评估能够达到你在这种策略上投资回报的最低限度，那么就继续进行第四个步骤。

步骤四：经营分析、风险管理和文件检查

步骤四是多层次的，因为它包括了三个独立的方面：仔细研究一个潜在的基金经理的后勤部门，包括基础设施和应变计划；风险管理程序；最后但是并非不重要的，最终的文件检查。如果一个公司通过了所有这些步骤，那么你可以考虑对它进行投资了。"这个部分的过程可能不够有趣，"罗恩·潘歇尔说，"但是它的确非常的关键。"最近的一项研究表明，对冲基金倒闭的最大原因就是经营和业务相关方面的因素，而并非它们的表现太差。你知道，你不会因为经营尽职调查就做出对一只基金投资的决策。但是你会在研究了他们的经营状况、了解了他们的风险管理、检查了他们的ADV和审计材料之后，做出不对这只基金投资的决策。这个步骤的工作包括采访一些对冲基金的非投资专业人士，他们不是经常面对外部的审查。尽职调查会打破他们的常规。因此，为了从基金经理那获得必要的支持，在临近尽职调查结束的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行这些步骤比较明智，此时我们已经对这项投资产生了浓厚的兴趣。

经营分析

在这个步骤需要收集的信息包括回顾DDQ中关于这部分的问题和那些额外的问题的答案：

- 组织结构
- 基金表现的报告制度
- 规章制度
- 审计和纳税程序
- 第三方服务商
- 业务的持续性和灾难恢复能力

我们更仔细地研究一下业务的持续性。当对冲基金完全依赖着各个业务领域的技术时，基金公司所采用的应变计划非常重要。我们向基金经理询问出现下列情况时他们的应变计划是怎么样的：

- 计算机系统崩溃
- 能力太低的投资决策者
- 由于发生了火灾或者其他外部事件，不能够进入办公室

我们同样希望知道如果他们有备用的系统，这些系统是放在哪里的，以及基金经理们有没有写下业务连续性的程序。

有很多方法可能获得基金的经营状况信息。在梅耶&豪夫曼资本，我们用经营记分卡来评估这些问题的答案，这个记分卡和我们之前提到的记分卡一样，也是一个五分制的改进的李克特量表。表13.2是一个梅耶&豪夫曼资本公司的经营记分卡的摘录。

注意到有两个问题被标上了星号，并且给出了较大的权重：

1. 拥有一位管理者——没有管理者就意味着没有外部的第三方来检查资产净值(NAV)。当定价变得和缺乏流动性的头寸相似时，这就成了一个问题。

2. 公司有没有专门的财务管理人员？

让我们来看一下第二个问题“公司有没有专门的财务管理人员？”有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会以为所有的对冲基金或者FOFs都有财务总监或者财务管理人员，但其实不是这样的。罗恩·潘歇尔叙述了一次相关的经历：“我正在和一只基金的首席财务官(CFO)聊天。会见CFO是非常重要的，和这个特别的人物在一起，我却感觉我正在和一个能力并不出众却可以坐在这个位置上的人谈话。于是我说，‘请原谅，你在这里的工作职责是什么？’他说，‘大家叫我CFO，但是我认为自己是一个控制者。’然后说了很多关于组织的信息。基本上来说，我把CFO看作是能让诚实人保持诚实的人。根据我的判断，这是一个个性很强的人。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13.2

经营记分卡(摘录)

基金名称：
每一个问题都采用五分制的记分方法
带 * 的问题的分数记双倍，带 ** 的问题的分数记三倍

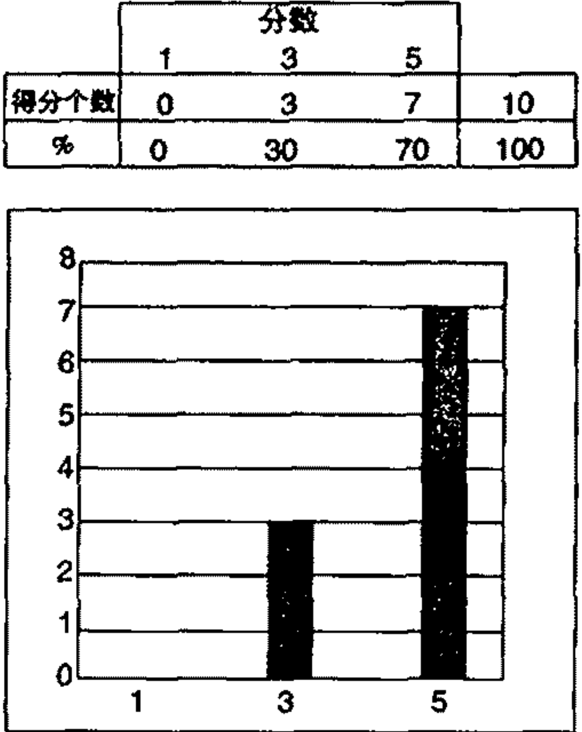
问题	权重	得分 1	得分 3	得分 5
基金是否任用第三方的管理者？ 1 没有 2 有	**			✓
公司是否有专门的财务管理人员？ 1 没有内部会计师 2 较差的财务总监或者没有主任会计师 3 能力很强的财务总监	*			✓
公司是注册的投资顾问公司或者在本国注册的投资公司吗？ 1 不是 2 是的				✓
回顾一下最近的两次审计 1 没有过去的审计资料或者没有进行过审计 2 合格的或者没有历史记录的新基金 3 不合格				✓
可核实的历史回报率 1 我们无法证实 2 没有达到 100%的肯定 3 真实的			✓	
投资组合定价的来源 1 由基金经理计算的合理价值 2 第三方评估 3 定价服务机构提供				✓
职责分工 1 没有分工 2 投资和交易职责与经营职责分开 3 投资、交易和经营职责各自分开			✓	
月度资本余额数据的提供 1 只提供季度余额 2 月底之后 3 月底之前				✓
基金经理有完善的基础设施 1 很差 2 一般 3 良好			✓	
基金经理有适当的应紧预案 1 很差 2 一般 3 良好				✓

经营情况得分结果

		相当于最大值的%
总的原始分数	44	88%
调整后的原始分数	59	91%
原始平均分		4.4
调整后的原始平均分		4.5

原始分数答案	
最小值	10
中间值	30
最大值	50
调整后的原始分数答案	
最小值	13
中间值	39
最大值	65

	分数 1	分数 3	分数 5	
得分个数	0	3	7	10
%	0	30	70	100



资料来源：Mayer & Hoffman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理

一个已经建立起来的公司如果曾经经历过困难时期并遭受过损失，就会更倾向于使用一整套系统的风险控制方法，还有可能任命一位首席风险官，专门进行风险管理。一个新成立的公司会更倾向于临时任命。不管怎样，即使是已经成立的公司也要接受审查。

风险管理专家们在研究基金的资产组合的时候考虑六个主要变量：

1. 下跌风险管理：通过了解公司的内部程序来进行评估，这些内部程序包括：用来防止大风险和巨灾风险损失的程序、可能存在的止损程序以及个人头寸的规模限制。

2. 流动性风险：通过了解以下内容来评估流动性风险，包括：资产组合中流动性很差的头寸的流动性比率、将资产组合有序地变现需要花费多长时间、清算可能会对价格产生的影响、最坏情况下的全球流动性危机对基金募集资金和借款以达到保证金要求的能力的影响。

3. 经营风险：通过评估之前我们已经研究过的基础设施、营业能力和业务存续程序来评价经营风险。

4. 杠杆率：根据投资策略来评价杠杆率是否合适。

5. 资产组合的会计风险：如果基金经理有一个可靠的方法来确定在证券上的成本，那么他也能决定自己的利润和损失，通过这些可以对这一风险进行评估。

6. 估价风险：通过了解在每月末是否有独立和可靠的证券定价以及它是否是基于经理的最大努力完成的，来评估这一风险。

因为这些风险在每一种投资策略中都存在，我们在前面已经详细介绍过了，所以让我们主要讨论一下下滑风险和投资组合会计风险。“一些公司，”潘歇尔说，“声称他们的硬止损率为15%。如果证券的损失达到了15%，就会将它们卖出。现在我对于止损率持保留意见。一方面，我认为它确实是一种限制下滑风险的有效工具，另一方面我也知道对损失额的限制会迫使基金经理在最不适当的时候卖出资产。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潘歇尔进一步解释了投资组合会计风险和下滑风险是相关的:“许多基金经理其实是股票买卖的操作员。他们会在第一天买进股票,第五天再买进一些,然后当市场下跌时卖出一点,而接下来一天如果市场回升了,他们会再次买进。比较委婉的说法将这称之为‘围绕核心头寸的交易’。现在一个特定的基金经理不一定能利用围绕核心资产的交易来降低风险，但这是另外一个问题了。我们所关注的是那些不为人知的真相,采用这一交易方法的对冲基金经理们很难确切地知道每一种资产的成本。所以他们说硬止损率为15%,那么是什么的15%?是他们构建头寸时所付出的成本的15%?是能够反映出围绕头寸交易特征的经过调整的成本？从交易中获得的利润或是遭受的损失是否要计入成本?我想知道的是,他们是不是有一个可行和一贯的方法来决定什么时候进行止损交易？”

除了上面列出的风险,特里·比尔基在这章最后的采访中提到了一个新的因素——头条风险。头条风险,或者说是害怕因为投资于一只破产的基金而变得很狼狈,也是进行仔细的尽职调查的另一个原因。

最后的文件检查

第四个步骤的最后一部分是检查基金的ADV、审计师或是之前没有机会研究的其他相关文件。你会希望再看一下认股文件和要约文件来确保没有遗漏。你可能想要看一下基金的融资程序,尤其是当他们从基金中撤回投资的规定程序。例如,大规模撤资时是否需要外部监管者进行审查和证明?为了防止欺诈行为,你确实需要公司外部的某些人来作为一种应急的措施。如果调查的结果令你满意,那么可以准备进行投资了。

步骤五:事后监督

像其他的FOFs、顾问公司和投资团队一样,梅耶&豪夫曼资本顾问公司也是一直持续地进行尽职调查中的最后一个步骤的。当基金经理收到你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金时，这就标志着一个长期合作关系的开始。日常的选择后的监督保证了基金经理表现得像他们所说的一样，遵守正确的交易纪律，并且对市场的变化作出正确的反应。虽然对于新基金经理来说，这个步骤显得更加重要，我们发现投资于一个老基金时这一过程也是非常有价值的。

FOFs通常和对冲基金达成有约束力的协议，使得它们能够及时地了解资产组合和交易的信息。主要的单个对冲基金的资产组合将被累加在一起，并运用如Riskmetrics对冲基金平台这样的软件进行定量的风险评估。在很多其他情况下，虽然没有达成正式的协议，但是FOFs还是能够定期了解对冲基金经理们的资产状况。一般来说，只有大的机构投资者和有单独管理帐户的FOFs有完全的透明度。单个对冲基金投资者很少能够得到这种信息。

透明度给那些勤奋的投资者很多机会，如果有必要，每天观察基金经理的的资产组合中发生的一切并进行分析。这个过程需要花费大量的时间和金钱，因而很难做到很全面。

事后监督还包括观察以下方面：

- 大规模的资产流入/流出
- 管理变动和关键的人事变动
- 法律问题/遵守合约问题
- 资产和投资组合风险
- 异常的收益表现
- 业务存续性风险

更进一步的沟通也能较快地发现风格转换或是其他异常的表现。如特里·比尔基在下面的采访中提到的，可能会有一些事件能在一夜之间在账面上和实际上改变基金经理的财务状况，使他改变投资行为，而且不是向好的方向变化。“这是很可能会发生的。”他冷静地补充道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶尖交易人操盘案例访谈

特里·比尔基
(Terry Bilkey)

BilkeyKatz投资咨询公司共同创始人及首席财务官(CFO)

我们的主要目标是挑选对冲基金的经理，因此我们对特里·比尔基进行了采访。作为公司的首席财务官，特里·比尔基是一位老练的倍受尊敬的顾问，他帮助机构客户评价、挑选对冲基金和投资于基金的基金。他的客户的资产一般为一亿到十亿美元。特里曾与他人共同创办了燕娜·比尔基(Yannni-Bilkey)投资咨询公司，坐落于宾夕法尼亚州的匹兹堡。20年以后，也就是在1999年，他卖掉了自己在那家公司的合伙股权。几年以后，在2002年，他成立了同样坐落于匹兹堡的BilkeyKatz 投资咨询公司。特里曾在各种行业的出版物上多次发表文章，在与Sam Kirschner的谈话中，比尔基以贝友集团(Bayou)损失4.4亿美元而倒闭的例子说明公司需要通过尽职调查来进行预防。

⇑SK：特里，你能讲述一下你是如何开始为机构客户做咨询的吗？

➡TB：我开始涉足这一行业是在1979年，那时我和别人开了燕娜·比尔基(Yannni-Bilkey)公司。我们主要是为那些资产在5000万到5亿美元的客户提供服务，那样的资金规模对我们来说是最合适的。我们的客户涉及的范围很广，涉及的捐赠有对基金会的、对企业的、对医院和其他机构的。目前我们投资业务的50%为非盈利性投资，其余50%为盈利性的。

⇑SK：你是从什么时候开始做对冲基金的呢？

➡TB：我想我最开始做对冲基金是在1993或者1994年吧，那时我们认为权益市场是有些高估的，而且那时我们的客户已经是对冲基金的投资者了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们想为我们的客户提供替代品。但是，对于处理资产的规模在5000万到5亿美元的小咨询公司来说，第一次涉足对冲基金，我们当然要对基金的基金的长期性和难度有一个清楚的认识。因为为你的第一笔款项选择一只对冲基金确实是很有些问题的，特别是要考虑到客户的利益，这将是非常困难的。所以，对我们来说，我们的客户之前就是基金的基金的投资者。我们做的第一笔基金的基金投资是与芝加哥外的格罗斯(Grosvenor)资产管理公司合作的。总之，客户们在基金的基金中一旦占据核心位置，他们就会合伙对单一对冲基金进行投资。

⇑SK：*现在你的客户们是如何看待对冲基金投资的呢？*

➡TB：客户们对对冲基金的看法会因为他们的兴趣和风险容忍程度而有一些相似点。即使我们无事可做，我们也不会考虑客户的对冲基金配置问题，我们不会这么做，一方面的原因是由市场的短边法则决定的。我们的客户会对那些采用卖空股票的对冲基金经理们不满。但是，我们还有另外一些机构客户，他们非常喜欢对冲基金的方式。他们会持有10%到15%的对冲基金头寸。而且我们业务中的非盈利部分，也非常乐意接受对冲基金的方式，他们面临的主要风险是头条风险。

⇑SK：*头条风险？*

➡TB：是的。一旦投资失败就会产生不好的公众影响，我认为贝友集团在匹兹堡由于失去客户而受到巨大的经济损失就是这种情况。因此在类似的情况下公司就会受到头条风险的影响。

⇑SK：*你受到过头条风险的影响吗？*

➡TB：当然。我记得我们曾经在洛衫矶的客户持有格罗斯(Grosvenor)公司头寸的同时也持有1%到2%的David Askin头寸。1994年的时候Askin做的比较成功(参见第9章对固定收益套利成功的描述)，后来当Askin破产的时候，他的大部分投资都损失掉了。洛衫矶时报得到消息，得知格罗斯(Grosvenor)公司持有Askin的头寸，并且由于Askin的破产，格罗斯(Grosvenor)公司损失掉他们客户4000到5000万的资金。

所以，我们就接到了洛衫矶客户的电话，询问："我们的敞口是什么？我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的损失有多大？"我们通过计算，那个月由于格罗斯(Grosvenor)，我们总共失掉了大约1000万的客户，总损失达3万美元。这相当于这些本不应该失去的客户让我们的资金经理以低于成本价10美元的价格卖出了股票。但是在对冲基金领域我们也要和客户一起克服头条风险。这也是我们在退出基金的基金领域时必须十分小心的一个原因。因为，当进行基金的基金投资时我们可以通过多样化来分散风险，而在进行单只基金投资时却不能。

⇑SK：让我们回到刚才你对贝友集团的评价上来吧。许多人都在问一家专业的咨询公司怎么会没有背景调查呢？关于贝友集团和他的负责人还有哪些其它方面需要留心的吗？

➡TB：确实，事后诸葛亮很容易，但是如果我们仔细看看贝友集团尽职调查名单的一部分，当时也会受到启发的。我们尽职调查的名单应该从负责财务审计的人开始，如果公司背后没有一家著名的审计公司支持，那么将会在一开始就受到重击。然后我们要看看对公司负责人的背景调查的名单。证实首席投资官(CIO)和投资组合经理在之前的工作中是否负有相似的责任是十分重要的。如果这个得不到证实，公司就将受到第二个重击。然后再对名单上的其他方面进行调查。

另外，从我们的角度来看的一个大问题，也是我们花费了大量时间进行思考的问题，就是理解一只基金如何获得一个表现的数字。我指的并不单是纯粹的表现，我指的是基金的表现，并应把策略的整体表现包括进来。我记得九十年代Orange County的再度崛起，那时国债市场的利率是6%，而有些人的收益率却为9%。那么，首先我们应该明白的就是，那些人肯定不是通过在国债市场上的操作而获益的，因为国债市场上的利率仅为6%，而他们的收益是9%。而且，他们也不是通过6%的杠杆作用而取得9%的收益，或者使用其他和6%不相关的工具。但是，他们又不是从6%中获得9%的。

所以，这就是我们一直花时间去思考的问题。回顾过去，贝友集团有一些警示。但是，要发现这些警示是很困难的。大多数基金的基金承认理想的尽职调查报告是很难获得的。

⇑SK：回报的形式对你们来说有多重要呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡TB：非常重要，在为达到客户的目标而努力时如果仔细考虑一下就会发现，回报的形式正是客户所追求的东西。我们根据风险水平构造投资组合，在追求回报率的同时也看到了波动和下跌的危险。所以我们投入了大量的精力希望解决这些问题。务必记住，一定是出于某些原因客户才会将这只基金放入自己的资产组合。

⇑SK：尽职调查的一部分是定量分析，那么定性分析部分呢？

➡TB：如果你考察了投资团队的交易记录和他们构建的投资组合以后，就会明白他们是如何进行投资的。你可以问问他们，做对事情会对基金的表现有怎样的帮助？做错事情又会怎么样？这个投资策略什么时候会起作用？什么时候不起作用？如果你能够回答所有这些问题并找到相应的例证，那么你就能明白这些基金经理面对各种事件时如何反应，我想你已经对他们有了相当的了解。你需要问自己：他们离想要到达的地方还有多远？他们所做的是否已经超越了自己的能力？

许多资产类别或是市场部门能够熬过长达两三年的困难时期。如果基金经理投资的全是这些资产或是领域，而你要向这些经理们进行投资，你需要有坚持等待的耐心，不要首先就想到放弃。但是在我看来，你需要在进行投资前就了解所有这一切。

⇑SK：比如以可转换套利为例。

➡TB：这是一个很好的例子。我们在一些基金的基金中引入了可转换套利，但是我们的客户还没有专门的可转换套利的对冲基金。我们一直对这个市场过小的规模和市场上交易的那些证券的种类有所疑虑，特别是在2003年有大量的资金涌入可转换套利的情况下。对我们来说，如果基金的基金或是多策略对冲基金将可转换套利放入资产组合，即那些处在有利地位的基金经理们决定要对可转换套利进行投资，我们会更放心一些。他们可能看到了投资的机会，而这种决策对我们或者客户来说是很难做出的。

⇑SK：但是可能对基金的基金的经理来说并不困难。

➡TB：确实是这样，但是我想由他们来提出建议最为合适，比如：“许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换工具的市场已经失败了。我们认为我们现在能够获得相当多的机会。"所以应该由他们来做出决策，不是客户或者我们。

⇑SK：*在定性的尽职调查中你还希望得到哪些信息？*

➡TB：我们从客户寻找的东西开始，他们在尽职调查中的投入最大。在定性分析方面，他们寻找的是至少有2亿资产的成熟的公司。所以他们大多对新成立的公司没有兴趣，即使这些新公司可能有很好的背景。我们的客户倾向于保守地进行投资，所以他们希望清楚地知道这些基金经理是从哪里来的。从一个风险角度出发他们要构建什么样的资产组合？他们希望进行什么类型的投资？

客户希望我们已经对这些经理们进行了最大程度的考察。经理们是否会有一个能够写成五页纸长的投资计划，或者他们只是说"我们就是这样做的"？举例说明，如果你去看一只基金的基金投资过程，投资总监可能会说："在进行投资前，我们有五个步骤要进行。首先，我们要研究基金经理或投资策略的类型。如果他们通过了这个步骤，也就是说，在一个较差的市场环境中仍然有好的表现，那么他们就可以进入下一个步骤了。在第二个阶段中，有六个或八个方面的因素对我们来说是特别重要的。"目前，"他说，"在这方面，我们现在付出大量的时间，派出高级分析师、风险管理人员来进行调查和分析。如果对冲基金的高管们能够通过这阶段的分析，那么这只基金就可以进入到下一个步骤，我们称之为合理的投资。接下来基金要进入尽职调查的最后一个步骤，背景调查、证明人的验证、检查所有的相关文件。这就是一个基金经理如何进行尽职调查的步骤。

如果你看一下所有在投资中犯下的错误，如选择了破产的或有欺诈行为的基金，你会对过去十五年这个国家的情况有一个清晰的认识。我的意思是内勤部门犯了错误。大约有40%的问题是出在那里的。

⇑SK：*是的，至少有那么大的比例。*

➡TB：如果你花一些时间和内勤人员待在一起，你就能够领会这一点。你需要放下这个问题，然后来看一下公司的杠杆问题。在这个行业内肯定是会使用杠杆进行投资的。如果你是从一个日常监督者的角度来考察公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，你会看到人员的问题。这是最难解决的一个问题。因为你会发现一个诚实的人第二天早晨醒来以后开始有疯狂的行为。

⇑SK：这是最大的难题。

➡TB：因为你不知道这个问题是如何发生的。今天他可能是一个有金融资源的人，但是明天情况就发生了变化。他可能离婚了或者发生了其他什么事。这些事件在一夜之间改变他的财务状况。这是可能会发生的。于是忽然之间他会开始做那些以前不会去做的事情。我是指，你当然希望和那些永远不会改变其投资理念和规则的人打交道。但是你无法知道什么事情会令一个人有反常的行为。

⇑SK：你刚才提到你的客户们一般都不愿意接受新的基金经理。

➡TB：我们应该根据特定的语境来理解这句话。我们喜欢新的基金经理，因为他们的潜在回报率是比较高的。我们不喜欢和高回报率相违背的一切。显然，投资于新的基金经理要承担更大的风险。

⇑SK：当然。

➡TB：最容易的方法就是投资于一个掌握着50亿美元资产的基金经理。首先，你知道他的内勤部门是非常完整的。他们也有足够的时间去解决所有的难题。你也知道这只基金明年仍然会存在，我是说你怎么可能一下子损失掉50亿美元？当然，这种情况以前曾经发生过，但是再发生的可能性微乎其微。所以你可以享受这种投资方法所带来的轻松和方便了。

但是你所错过的是刺激和激励，因为大基金的经理已经不需要通过这些来赚钱了。新的基金经理会给你这些你所希望感受到的。所以这也是基金的基金的经理们的宝贵之处。

⇑SK：所以你利用基金的基金来完成发现那些寻找新基金经理的艰难任务？

➡TB：是的。我们不能直接雇佣10个或者15个新的基金经理来构造一个投资组合。我们需要把这个艰巨的任务交给专家来完成。

⇑SK：你的客户们希望投资于那些新的基金经理吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➡TB：有一些愿意，有一些不愿意。这取决于客户承受风险的程度。如果我坐在那些有丰富投资经验的客户面前说："我认为投资于新基金经理是更好的机会。"他们可能会同意我的话并且考虑投资。很明显的，在很难获得好的回报的时刻，这样的投资机会正是我们要寻找的。

⇑SK：如果一个客户认为贝友资本破产的事件表明了对冲基金有巨大的风险，你会对他提出什么样的建议？

➡TB：我想告诉客户们的是，整个另类投资领域会一直存在，不会因为贝友集团或者其他公司的倒闭下周就消失了。

理由就是在另类资产组合中的投资工具远远多于传统资产组合能够应用的工具。传统的资产组合只有在股票和债券市场都上涨的时候才能获胜（笑）。我是说，这是他们唯一取胜的时刻。所以我们需要在投资组合中有更多的机会，得到更显著的α系数。除了在另类投资领域我们不能够做到这一点。

我们需要接受这个事实，即贝友集团所发生的问题可能会不断地出另类投资领域。但是如果你分散化地进行投资，你遭受的损失可能会非常小，正如我在前面提到的那个例子，我们的一个客户由于在David Askin的1000千万美元投资而损失了3万美元。我们来看，Askin的公司损失了6亿美元，而我们的客户只损失了3万美元，这种程度的风险是在这个行业内可以接受且愿意承担的风险。这都是由于进行了简单的分散化投资的结果。

这里也会发生一些欺诈事件。可能会有信贷衍生工具问题或是其他一些问题出现。这样的问题总是不断地发生。但是，传统投资领域也会有各种各样的问题出现。如安然或者其他公司的问题所带来的损失更大。每一分钟我们都有失败的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

结语：对冲基金的前景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论

在世界投资领域，对冲基金无疑是最受非议的。几乎每一天各大媒体上都会有对冲基金的消息，通常还是一些负面倾向的，话题包括欺诈行为、令人失望的回报率、高费率、对冲基金指数存在的问题、被夸大的回报率、过多的资金流入等。但是，就像在本书中所做的工作一样，科学分析、去伪存真之后，我们就会发现，对冲基金仍然是我们优先考虑的投资工具；在传统资产组合中引入对冲基金，可以降低总的波动率，改善业绩表现。

我们在对冲基金业内已经工作了半个世纪，在这50多年里，我们见证了对冲基金从幼年到青年再到成年的发展历程。在结语部分，我们将考察对冲基金这三个不同发展阶段，评估美国证券交易委员会规章和机构投资带给对冲基金的冲击。然后我们会考察这种另类投资的业绩表现，并对其前景进行预测。最后，我们将会研究对冲基金业是否形成泡沫，以及如他人所言，泡沫是否会破灭。

对冲基金业的成长和发展

幼年期和青年期

从1949年阿尔弗雷德·维斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）创立世界上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一只对冲基金和1969年罗思柴尔德(Rothschilds)创立世界上第一只对冲基金的基金(FOFs)开始,一直到20世纪80年代,这一阶段可以称为对冲基金的幼年期。在这个相当长的时间里,对冲基金管理人都是使用股票多头/空头策略(ELS),资金只是来源于富裕的家庭和个人。对冲基金的业绩保持私密性,要想得到准确的数据很难,而且当时没有对冲基金的指数指标和数据库。

随着对冲基金的成长,对冲基金业逐步进入青年期。在全球宏观传奇人物乔治·索罗斯的引导下,对冲基金突破了ELS的限制,开始投资于从货币到商品的各种资产。这些基金管理人并不十分在意其资产是否经过了对冲,他们关注更多的是要么用杠杆,要么进行基金方向性的赌注,来最大化其利润。另一方面,这个时期基金管理人希望通过市场中立寻找更为稳妥的方法来获利,于是相对价值型套利策略就发展起来了。这些投资策略的发展也开始吸引资产的流入,对冲基金增加到了约200家。在这一阶段结束时,全球宏观基金资产已经占对冲基金总资产的约70%,估计他们管理的资产有200亿美元。这两个阶段勾起了我们对那个时期的怀念和对当初那种新鲜劲的回忆,但那个时期确实还是一个混乱阶段,缺少良好的规范和组织。

早期成年期

接着我们的比喻,我们把对冲基金的第二个阶段称为进入成年的过渡期。1990年~2000年发生了三个转折性的变化,使得对冲基金进一步成熟,并和股票和固定收益证券等其他成熟的传统资产种类区别开来,并成长为独立的行业;对冲基金扩展到可以采用任何投资策略,其交易范围也遍布全球的每个角落;机构对对冲基金的投资增长;全球对冲基金数据库、指数的出现以及大量学术研究的开展。

对冲基金业进入早期成年期,它们也开始在所有能想到的策略中选择可能的策略。特别是,发达国家一些激进的ELS基金开始投资于按市值选择的特定的公司,同时也投资于特定行业,比如卫生保健、房地产、贵金属、工艺技术、能源和生物工艺这样的行业。在行业基金出现的这一时期,ELS和其他策略基金纷纷到新兴市场寻找机会,比如亚洲、拉丁美洲以及后来的东欧,这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年结束的时候，对冲基金行业已经完全全球化了。对冲基金非常成功地跟随共同基金投资于这些新兴领域里，但是，它们也留下了自己的特色的痕迹。

发生的第二个主要变化是，一些有远见的机构投资者，特别是那些大学校办基金，加入了富有的个人和家庭的行列，成为对冲基金大额投资者。他们的投资也使得对冲基金独立资产种类的地位进一步合法化。这个阶段，对冲基金和 FOFs 的数目激增至 3000。

但成长发展的同时也伴随着成长的痛苦，像 Askin 基金和长期资本管理公司(LTCM)破产，还有一些基金被发现存在欺诈行为。尽管遇到了挫折，尽管很多机构投资者认为并没有什么必要投资于对冲基金，因为他们的股票和债券组合已经给他们带来了可观的收益，但大量的资金还是流入了对冲基金行业。对冲基金管理的资产已经增长到了原来的 20 倍，达到了 4000 亿美元。

促使对冲基金业成功步入早期成年期的第三个变化是，每一种策略的全球数据库和指数体系的发展。伴随数据和指标体系的发展，一系列的学术研究也开展起来。这些研究的目的在于理解对冲基金在现代证券投资组合理论(MPT)和有效市场假说(EMH)中的角色，揭示对冲基金收益的来源、衡量对冲基金相对于传统资产的收益率以及探讨对冲基金业绩的真实性。在自我反省的这个过程中，对冲基金业更为认真地看待自己，使其做出的选择与发展阶段相一致。对冲基金变得更为组织化、更为可信，其隐秘性也减弱了，这使它表现得更像处于成年期(传统资产)。2000 年初，长期的牛市结束，对冲基金也准备好了向下一阶段的转换。

早期成年期：转换和稳定

2000~2002 年熊市开始，这就为对冲基金和 FOFs 提供了进入目前这种早期成年期的动力。心理学家一般将成年期分为两个部分：30 岁时的转换期和之后的平稳期。在第一阶段，年轻的成年人要面临 30 岁危机，或者要检验他们在早期成年期所做的一些选择：职业、恋人、朋友、宗教等等。也许他们为自己构建的框架并不适合自己，也许他们的选择和他们的梦想和渴望并不一致，但不管是什么状况，经历这样一种转换是进入下一阶段所必需的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为，对冲基金正在面临着的它们自己的转换。我们基于过去5年所发生的事情来检验一下这个观点。对冲基金和FOFs建立起来了他们自己的个人记录和业绩记录，它们还在继续吸引机构投资者的资金。资金流入最大的受益者就是FOFs，它们的业务急剧增长。2004~2005年，FOFs资产从5000亿美元爬升到7000亿美元。2005年底的时候，全球对冲基金管理的资产总计超过1.2万亿美元，这其中有一半多是由FOFs管理的。另外，数万亿美元的养老基金也准备好在未来十年在对冲基金投资数千亿美元。

你会问了，那存在的风险有哪些呢？回答这个问题，我们可以先来看一下制度化对对冲基金的影响，首先看看美国证券交易委员会（SEC）的新规章制度带来的影响，然后了解一下机构投资者的行为对其带来的影响。

对冲基金的制度化

美国证券交易委员会监管的影响

当读者阅读此书时，SEC关于对冲基金的新行政法规应该已经生效（2006年1月）。我们认为，SEC的监管将给对冲基金业带来三方面的影响：人事费用和其他费用的增加；实践和精力的支出；进入门槛的提高。这些因素将会在对冲基金由早期成年期向中年期转变的过程中，推动对冲基金业的成熟。

费用增加。许多对冲基金和FOFs的管理人已经发现，除了首席财务官（Chief Financial Officer，CFO），他们还需要再聘请一位首席执法官（Chief Compliance Officer，CCO）来领导新条款规定的业务领域。聘请符合SEC相关要求的这些人选，可能会是一笔不小的开支。其他一些公司有的让CFO身兼两职，这当然要支付额外的补偿；有的基金公司在合适的成本下，聘请了符合职位要求的人选。

和CCO相关的是执行这些法规的一些支出。公司提供的文件需要CCO和公司律师的共同审阅，所有的市场材料和网站需要CCO和公司律师的共同复核。另外，CCO和公司律师必须制定出基金务必遵守的执行政策和程序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后,对冲基金管理人还要面对和信息技术相关的成本的增加。首先,按 SEC 的要求,所有的电子邮件要存档,这些新的法规要求管理人升级他们现有的服务和网络,再加上雇员众多,这笔支出也不小;其次,为预防一些灾难性事故,还会存在额外成本。一家市区公司要在异地储存他们交易记录和投资者记录,或是复制和贮存服务和软件,这些每年可能会带来 5 万~10 万美元或者更多的额外成本支出;最后,有些成本要么由公司承担,要么由投资者承担,或者更可能是两者共同承担。

时间和精力支出。你可能已经料想到了,SEC 这些新要求不仅会带来成本的增加,还会耗用管理人和员工更多的时间和精力。公司的文书负担毫无疑问会增加。比如,公司高级员工以前只用做一些主要的基本工作,但在新法规下,可能还要审阅文件,检查电子邮件,还要对给投资者的月报进行无休止的修改,复核包含某些内容的市场材料。这些额外工作之下的隐含成本可能会是降低投资回报。当然很难对这些支出的成本进行量化, 但有一件事情是确定的:基金不得不要求其员工增加更多的工作时间,但这肯定不会是免费的。

进入门槛的提高和其他。面对增加的成本和时间,基金管理人也许会发现新设基金不太可能了,SEC 也许是无意之中设置和提高了进入对冲基金业的门槛。我们就可以看看, 在未来几年是否还会延续最近几年每年新设 900~1000 只基金的趋势。尽管如此,别忘了,大多数的对冲基金和 FOFs 管理的资产都低于 3000 万美元(大约60%),这些是不会被 SEC 注册登记的。这些基金的管理人也许会决定保持小的规模以避免更详尽的监管, 但是 3000 万美元基金大多数还不太入流,其失败几率会增加。另外,它们可能还是需要最多最严厉监管的基金。

这些新要求的另外一个后果是一些国内和离岸基金管理人改变了他们基金的条款和条件。在我们写作之时,就了解到大量的管理人为了避免 SEC 的注册登记,已经把他们的锁定期限延长到了两年零一天。离岸基金也开始对美国投资者关闭了大门, 或者已经决定不再创立面对美国投资者的基金。结果,美国投资者面对的就是新规定带来的一些索然无味的后果:优秀的美国基金延长了锁定期、投资机会被排除、不能再投资于一些优秀的离岸基金。

一些人抱怨新法规,认为它们是独裁和有害的,我们对 SEC 新法规将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扼杀对冲基金业的说法表示怀疑。大体上说,我们乐于见到这些新法规的出台。SEC 的新法规可以视为是行业的一种认可,会要求基金更加严格其业务和经营,而这会增加机构投资者对对冲基金的信心。SEC 所带来的新改变只会有助于加速对冲基金向中年期的转换,有利于其成熟;基金的自我监管及高度自律,再加上良好的业绩,这些会成为对冲基金继续努力的方向。

机构投资者给对冲基金带来的影响

机构投资者大规模的资金给对冲基金业带来深刻的影响。很多机构投资者给他们投资的对冲基金提出改良要求,或者投资于大型的、更为保守稳健的 FOFs。他们不希望看到波动性,不想看到大幅下跌。事实上,零跌幅将会很有市场。对冲基金自然就变得更为保守了,就像华尔街名言"遵守金科玉律,谁拥有实力谁制定规则"(Follow the golden rule;he who has the gold makes the rule)。

更低的波动率,更低的收益率。基金管理人已经习惯于管理,比如说 5 亿美元的资产,而且习惯于用管理费来弥补经常费用和工资开支,他们主要是靠利润提成来赢利。这就意味着,他们会尽量去赚取利润。当他们突然接受来自机构更为保守稳健的、数十亿美元的(仅仅管理费一项就能获得那么多收入)投资时,就会比以前管理那些规模较小、目标回报率要求达到或超过 20%的资产,能获得更高的收益。而且,这些机构投资者看起来也很满意。

随着对冲基金的波动性被设计和控制地越来越低,富有经验的风险管理人在组合管理中发挥的作用越来越重要,对冲基金确实非常成功地降低了风险,并促使其下跌幅度最小化。唯一的问题在于,回报率在这个过程中也降低了。在过去五年里,对冲基金和 FOFs 的年均回报率分别只有 8%和 6%。从某种程度上可以说,制度扼杀了,或者至少是减弱了那只仍在下金蛋的母鸡的多产率。

当然,机构给对冲基金的压力无疑也提高了他们的风险控制能力,改善了风险管理。机构和制度化带来的更高的透明度、更详细的文件披露和更严密苛刻的要求,也有助于对冲基金业的平稳,使它们能和传统资产平起平坐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金接受了来自机构投资者的资产，并按他们的要求和限制来运作，但是，他们也带来了今日的困境：业绩表现平平。过去两年一些大型对冲基金和 FOFs 的业绩表现表明，当投资机构变得非常大时，其价值主张会显著的堕落恶化。

我们不仅观察到资产管理公司的这种现象，还发现当过多的资本流向某一特定投资时，那种相应的投资策略，比如过去两年中的可转换套利策略，其受到的影响是负面的。在只做多的投资环境下，我们同样也看到过这样的情形，大量的资本流入某一资产种类，问题股票价格高估直至最终的泡沫破灭，资本开始抽回，结果造成了大量的资本损失。

这样的后果之一便是，投资者，即使是机构投资者也会发出这样的评论："我们正在寻找更多的汤水。"意思就是，他们对自己的保守耿耿于怀，他们对取得的收益率不满意，他们认识到了要得到更高的回报就要承担更多的风险。对冲基金业是继续走下坡路，仅得到和指数相同、甚至低于指数的回报，还是会发生一些转折，更多的基金会像其年轻时代的业绩表现一样呢？

我们相信会是后者。一些基金会迎合机构低风险、低收益的要求，其他基金的目标则是更高的收益，当然这要承担更高的风险，但仍会吸引大量的资金。如果这种趋势发展下去，很多希望低波动率的机构投资者将会改变自己的倾向，他们日益增长的组合管理经验和智谋会允许他们利用对冲基金潜在的。当这一切相互贯通，对冲基金将会到达它的成年期。

对冲基金的业绩表现

我们先将刚才的发展性分析放一放，接下来探讨一下未来对冲基金的业绩表现问题。正如我们刚刚讨论的，对冲基金和 FOFs 可以提高经风险调整的回报率，分散组合风险。2001 到 2005 年这 5 年里，对冲基金在绝对回报率和经风险调整回报率方面都优于传统资产，FOFs 在这两个方面都优于股票，在风险调整回报率方面优于债券。2005 年，HFRI FOFs 综合指数上涨 7.4%，而债券和标准·普尔 500 指数仅仅提高了 2%和 3%。自 2000 年来，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金回报率有下降趋势，但是别忘了，股票在过去5年多可是负增长，而且股市在2000年达到了其历史最高点，而大多数的对冲基金和FOFs每个月都在创造新高。

我们已经发现，一些投资者对近来对冲基金和FOFs的业绩表现有些失望。在总体标准上看，我们不认为对冲基金的业绩表现很令人失望。我们的看法是，由于人们普遍对对冲基金持有更高的期望，所以即使最近几年对冲基金取得了远比股票市场更好的业绩，人们对于这个业绩还是并不十分地满意。2000~2005年，主要的市场指数都在下跌，高技术板块纳斯达克指数也成为其前期表现的一个阴影。我们并没有看到对对冲基金或其他只做多管理人糟糕业绩表示失望的文章，但是对于那些业绩远好于它们的对冲基金，充满失望情绪的报道文章却铺天盖地。

对于对冲基金未来的业绩表现，我们希望在某些领域的费率可以降低一些，这些就能给投资者带来更好的回报。我们同样希望对冲基金和FOFs能够继续增加其价值，夏普比率更优于股票和债券。尽管很多策略不可能重回他们的辉煌时刻了，但我们依旧相信，像直接融资这样的新型投资策略能够继续发展下去，我们同样对最新的对冲基金将会超越比他们更大和悠久的同行和前辈们充满信心。

对冲基金业存在泡沫吗

最后，我们考虑一下有助于提高回报率的大量资金流入，以及未来可能的良好预期，这些是否正在吹起泡沫？如果这样定义泡沫，即资产价格非理性的飞涨，就像荷兰的郁金香泡沫和IT股票泡沫一样，那我们就不能说对冲基金也生成了泡沫。我们赞同Asness所说的，资金的流入也许会降低，但不会使其回报率在长期内一直处于负值。正如在书中所指出的，只要对冲基金还要面对、处理流动性、信用和其他一些市场风险，从而继续获得风险补偿，它们就会继续保持对传统资产的优势。

这也不是说不存在任何的膨胀或欺诈，当然会存在一些，但它们不会阻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

碍对冲基金业的成长。以下是一些促使对冲基金继续扩张的因素：

1. 机构的市场地位将会更加重要。在目前对冲基金的增长趋势和业绩表现稳定的情形下，我们认为差不多所有机构最终都会投资于对冲基金。那些最近才开始投资于对冲基金的机构，将会在对冲基金方面给予更多的资金配置。我们所研究的一些机构，他们几乎都计划在未来几年增加对冲基金方面的投资。

2. 对冲基金回报本身会继续促使其资产基数的增长。比如说，假定对冲基金业年均回报率是8%，而且没有新投资的流入（这个假设很大程度上是不成立的），那么在9年内其资产就会翻番，达到约2.5万亿美元。

3. 华尔街是金融产品的主要分配者，它会将对冲基金产品配置给零售投资者，特别是那些富裕群体。对冲基金的业绩优于股票和债券已经超过12年了，那对冲基金有什么理由只提供给机构和富裕投资者呢？

所以，我们的估计是对冲基金资产在未来5年会继续快速增长，全球机构投资者的3份独立的调查研究都支持了这个观点。在未来3年，在对冲基金方面的战略配置将会快速增加，对冲基金资产预计最早会在2009年超过2万亿美元。

资金的这种流动将会给对冲基金回报带来什么影响呢？我们认为，在大部分股市行情下，对冲基金将会继续表现良好。如果是盘整阶段，对冲基金将会继续优于股票和债券，从而吸引资本的继续流入；如果是熊市，对冲基金会保护资金，从而将会优于股票，应该也能吸引资金的继续流入；如果是牛市，对冲基金业绩也许会不如股票，这可能会带来资金流入的减少，或者甚至会带来资金的净流出。在这种情形下，对冲基金可能就会进入一个复苏阶段。

我们所做的这些预测是为了能给对冲基金投资提供一个指引。但正如认知学的一句名言“地图非疆域”，所以我们虽然认为在大部分情形下对冲基金都会继续取得风险调整后的更高的收益，但仍存在一些不可预测的地缘政治和/或宏观经济变化，这些会使得对冲基金未来收益改变。

我们看到的最重要的就是，一些新兴的或者还未出现的策略带来了很多最好的回报，而这个大趋势将会持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录 A

受访者名录

特里·比尔基(Terry Bilkey)
共同创始人及首席财务官(CFO)
BilkeyKatz 投资咨询公司

皮特·德利瑟(Peter deLisser)
创始人及组合经理
Sage 资本

比尔·杜恩(Bill Dunn)
创始人及总裁
杜恩资本管理公司

里尼·豪杰路德(Renee Haugerud)
创始人及首席投资官(CIO)
Galtere 国际基金

马克·拉西里(Marc Lasry)
创始人及经营合伙人
Avenue 资本集团

麦克·帕斯特奈科(Michael L.Paternak)
共同创始人及首席投资官(CIO)
松林信用,LP

皮特·希尔(Peter Thiel)
创始人及投资组合经理
Clarium 资本管理公司

克雷戈·克尔伯格(Craig Colberg)
共同创始人及联席董事长
Rivanna Partner 基金

迈克尔·代沃(Michael P.Dever)
创始人及总裁
Brandywine 资产管理公司

米奇·哈利(Mickey Harley)
总裁及首席执行官(CEO)
梅隆 HBV 另类策略有限责任公司

马修·豪夫曼(Matthew Hoffman)
合伙人及首席投资官(CIO)
梅耶 & 豪夫曼资本顾问有限合伙公司

罗恩·潘歇(Ron Panzier)
首席财务官(CFO)及首席研究官(CRO)
梅耶 & 豪夫曼资本顾问有限合伙公司

罗伯·派帝(Rob D.Petty)
创始人及投资经理
Clearwater 资本基金

约翰·施密茨(John J.Schmitz)
总裁及首席投资官(CIO)
SciVest 资本管理公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附 录B

定性的尽职记分卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摘　录

基金名称：

完成者：

完成尽职调查问卷且基金经理通过考核之后，完成此记分卡

每一个问题都采用五分制的记分方法

带* 的问题的分数记双倍，带 ** 的问题的分数记三倍

我们完全了解这个投资策略

权重	1	2	3	4	5
					✓

1	不完全了解
2	大体上了解
3	完全了解

基金经理有某些明显的优势

权重	1	2	3	4	5
*					✓

1	没有令人信服的优势
2	可能有
3	有

基金经理的积极性被很好地调动起来了

权重	1	2	3	4	5
			✓		

1	没有被调动起来
2	基本被调动起来了
3	被很好地调动起来

基金经理证明他们有很强的把握宏观经济环境的能力

权重	1	2	3	4	5
*					✓

1	对宏观经济环境没什么了解
2	对宏观经济环境有不错的把握
3	对宏观经济环境的把握能力非常强

基金经理是一个灵活的思考者

权重	1	2	3	4	5
*			✓		

1	不是
2	可能是
3	是灵活而敏锐的投资者

基金经理证明了他具有获得短期收益的能力

权重	1	2	3	4	5
	✓				

1	在这方面没有经验
2	经验一般
3	经验丰富而且非常成功

风险控制给人留下了非常深刻的印象，我们坚信基金经理会进行严格的风险控制

权重	1	2	3	4	5
*					✓

1	没有印象
2	印象一般
3	印象很深，并且很有信心

在极度恶劣的宏观环境下可能的回报情况

权重	1	2	3	4	5
*			✓		

1	回报大体上是减小或者不可预料的
2	资产大体上能够保值
3	资产很可能保值

基金经理通过了我们愿意投资他的这个假设检验

权重	1	2	3	4	5
**			✓		

1	不确定
2	很可能会投资
3	一定会投资

职业道德评估

权重	1	2	3	4	5
**					✓

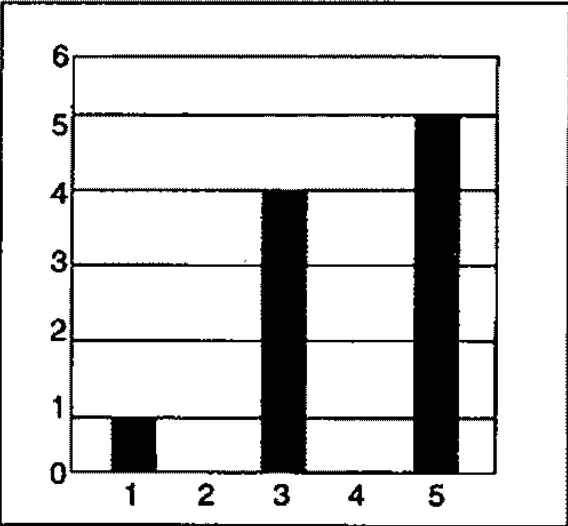
1	不确定
2	基本符合标准
3	非常符合标准

定性分析得分结果

		相当于最大值的%
总的原始分数	38	76%
调整后的原始分数	75	79%
原始平均分		3.8
调整后的原始平均分		3.9

原始分数答案	
最小值	10
中间值	30
最大值	50
调整后的原始分数答案	
最小值	19
中间值	57
最大值	95

	分数 1	2	3	4	5	
得分个数	1	0	4	0	5	10
%	10	0	40	0	50	10



资料来源：Mayer　&　Hoffman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录C

定量的尽职记分卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

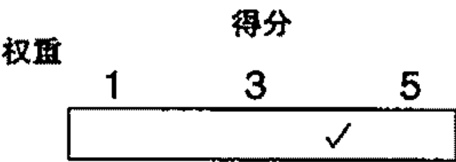
摘 录

基金名称：

每一个问题都采用五分制的记分方法

在过去 24 个月里（或是整个基金的存续期中），和同业相比，基金的投资回报处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%



在过去 60 个月里（或是整个基金的存续期中），和同业相比，基金的投资回报处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%

* 

在过去 24 个月里，和同业相比，基金的夏普比率处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%



在过去 60 个月里（或整个存续期内），和同业相比，基金的夏普比率处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%

* 

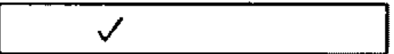
在过去 24 个月里，和同业相比，基金的索提诺比率处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%

* 

在过去 60 个月里（或整个存续期内），和同业相比，基金的索提诺比率处在前 25%

1	处在后 25%或后 50%~25%，或者是回报的历史数据有限，不足以进行分析
2	处在前 25%~50%
3	处在前 25%



在过去 60 个月里（或整个存续期内）下跌幅度已经超过了 10%

1	没有
2	是的，但是实行了新的风险控制或是获得了高额的回报
3	是的

* 

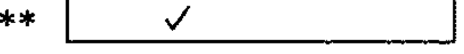
在艰难的市场环境中基金经理表现很好，避免了损失或是将损失控制在最小

1	有损失
2	在较差的市场中取得了正的回报
3	在较差的市场中取得了非常好的回报

* 

在所记录的 24 个月中，有收益的月份占了百分之多少

1	少于 60%
2	60%~70%
3	75%或更多

** 

在所记录的 60 个月（或整个存续期）中，有收益的月份占了百分之多少

1	少于 60%
2	60%~70%
3	75%或更多

** 

在所记录的 60 个月（或整个存续期）中，有正的偏度和正的峰度

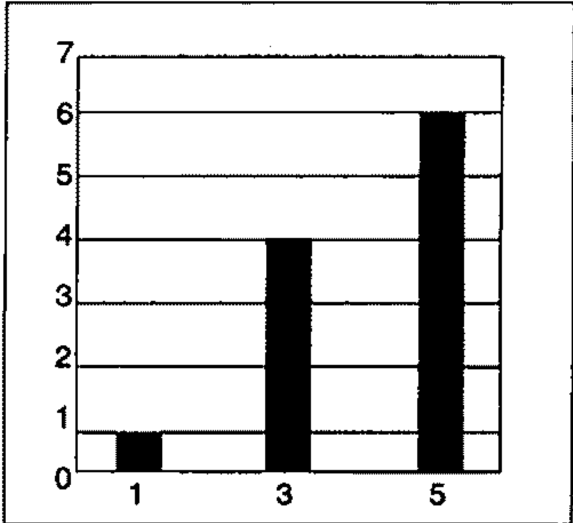
1	没有
2	既有正的偏度也有正的峰度

定性分析得分结果

		相当于最大值的%
总的原始分数	43	78%
调整后的原始分数	54	77%
原始平均分		3.9
调整后的原始平均分		3.9

原始分数答案	
最小值	11
中间值	33
最大值	55
调整后的原始分数答案	
最小值	14
中间值	42
最大值	70

	分数 1	分数 3	分数 5	
得分个数	1	4	6	11
%	9	36	55	100



资料来源：Mayer & Hoffman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE INVESTOR'S GUIDE TO HEDGE FUNDS 对冲基金

“小埃尔登·梅耶是一位久经沙场的基金管理专家。你绝对不应错过他和他的合作者山姆·克西纳的每一句话。”

——巴顿·比格斯，《对冲基金风云录》作者，“美国第一投资策略师”

“本书介绍了对冲基金投资策略的发展历史和分析方法。阅读本书可以使你更深入地了解对冲基金超速发展的推动力量，对其未来更加期待。这本书绝对值得一读。”

——迈克尔·斯坦哈特，华尔街对冲基金教父

“我认识埃尔登已经四十多年了，他不仅是一位优秀的投资家，还是一位很棒的作家。我相信你会喜欢这本书的。”

——朱利安·罗伯逊，老虎对冲基金的传奇创始人

“对冲基金业是个很大的领域，鱼龙混杂，透过那些纯粹的业绩数据来区别长期的胜利者和失败者是至关重要的。本书作者是对冲基金业内的专业人士。在书中，他们不但有普通的探讨和论述，还有一些学术研究，这样不论对于机构投资者还是个人投资者，都能从中获益匪浅。”

——布莱恩·韦恩，Requot Capital首席投资策略师

“对于那些潜在的对冲基金投资者来说，本书内容广泛、分析透彻、极具价值。作者将揭开对冲基金的神秘面纱，使读者对于对冲基金的操作有一个深刻的理解。”

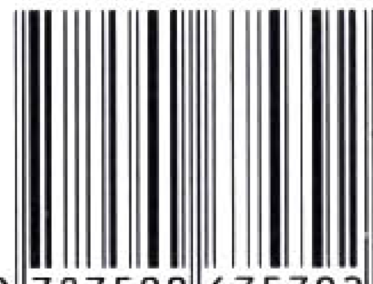
——马丁·巴内斯，《银行信用分析师》编辑



WILEY www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

上架类别：股票 投资



中青文图书
投稿热线：010-65516894
购书热线：010-65516833/65518034
读者信箱：book-reader@cyb.com.cn

ISBN 978-7-5006-7579-2 定价：46.00元
www.antguy.com www.cyb.com.cn